



**DOKTORI (PhD) ÉRTEKEZÉS**

**A KOCKÁZATI TŐKEALAPOK DÖNTÉSI FOLYAMATAI ÉS  
PROJEKTÉRTÉKELÉSI KRITÉRIUMAI MAGYARORSZÁGON**

Készítette:

**Konecsny Jenő**

**Gödöllő**

**2018**

**A doktori iskola megnevezése: Gazdálkodás és Szervezéstudományok Doktori Iskola**

**A doktori iskola tudományága: gazdálkodás- és szervezéstudományok**

**A doktori iskola vezetője: Dr. Lehota József**  
**egyetemi tanár**  
**MTA Doktora (DSc)**  
**SZIE GTK, Üzleti Tudományok Intézete**

**Témavezető: Dr. Borszéki Éva**  
**professor emerita**  
**a közgazdaságtudomány kandidátusa (CSc)**  
**SZIE GTK, Üzleti Tudományok Intézete**

---

**Az iskolavezető jóváhagyása**

---

**A témavezető jóváhagyása**

## Tartalomjegyzék

<b>1. BEVEZETÉS .....</b>	<b>1</b>
1.1. A téma aktualitása, indoklása .....	1
1.2. Kutatási célkitűzések és hipotézisek .....	3
<b>2. SZAKIRODALMI ÁTTEKINTÉS.....</b>	<b>7</b>
2.1. A kockázati tőke fogalma, jellemzői .....	7
2.2. A kockázati tőke-befektetések szerepe Magyarországon.....	14
2.3. A kockázati tőke-befektetők döntési gyakorlata .....	27
2.4. A kockázati tőke-befektetési folyamat a kelet-közép-európai régióban .....	49
2.5. A kockázati tőke-befektetési döntési folyamat torzításai és új kutatási irányok.....	54
<b>3. ANYAG ÉS MÓDSZER.....</b>	<b>57</b>
3.1. Az elvégzett kutatások terjedelme.....	57
3.2. Kutatási és statisztikai módszerek .....	58
<b>4. KUTATÁSI EREDMÉNYEK.....</b>	<b>71</b>
4.1. A kockázati tőke-befektetők befektetési döntési folyamata.....	71
4.1.1. Az általános kockázati tőke-befektetési döntési folyamat bemutatása .....	71
4.1.2. A kockázati tőke-befektetési döntési folyamatban tapasztalt eltérések bemutatása	75
4.2. A Likert-skálás kérdőíves felmérés eredményeinek bemutatása.....	89
4.2.1. A befektetési lehetőségek értékeléséhez használt kritériumok .....	89
4.2.2. A részletes átvilágítás során végrehajtott befektetői tevékenységek.....	101
4.2.3. Projektértékelési módszerek és a megtérülést befolyásoló tényezők.....	108
4.2.4. Ügyletstrukturálás .....	119
4.3. Új és újszerű tudományos eredmények .....	128
<b>5. KÖVETKEZTETÉSEK ÉS JAVASLATOK.....</b>	<b>133</b>
<b>6. ÖSSZEFOGLALÁS .....</b>	<b>139</b>
<b>7. SUMMARY .....</b>	<b>143</b>
<b>MELLÉKLETEK JEGYZÉKE.....</b>	<b>147</b>

---

## 1. BEVEZETÉS

A kis- és középvállalkozási (kkv) szektor gazdasági életben betöltött szerepe mind az Európai Unióban, mind Magyarországon vitathatatlanul fontos. A 2014-es statisztikai adatok szerint, az Európai Unióban működő vállalkozások 99,8%-a a kkv-szektorhoz tartozott, melyek többsége 10 főnél kisebb létszámú mikro vállalkozás volt. A foglalkoztatáshoz és a gazdasági teljesítményhez való hozzájárulásuk is döntő, az Unióban ugyanis 2014-ben a munkahelyek 66,6%-át, a megtermelt GDP-nek pedig az 57,37%-át ez a szektor biztosította (Eurostat, 2016/a).

Számukat és a foglalkoztatásban betöltött szerepüket tekintve hasonló jelentősége van a kis- és középvállalkozásoknak Magyarországon is, bár a GDP-hez való hozzájárulás aránya nem éri el az Európai Unió átlagát. A Központi Statisztikai Hivatal előzetes adatai szerint 2015-ben az összes működő vállalkozás 99,15%-a volt kkv, miközben az előállított bruttó hazai össztermékhez és a foglalkoztatáshoz való hozzájárulásuk 43%-nak, valamint 68%-nak felelt meg (KSH, 2016).

### 1.1. A téma aktualitása, indoklása

A kkv-k ugyanakkor számos problémával szembesülhetnek életpályájuk során, melyek nehezítik gazdasági versenyképességüket. Különösen fontos problémának számít a finanszírozási forráshoz való hozzájutás nehézsége, mely főleg az indulásnál, illetve a korai növekedési szakaszban lehet kritikus, a vállalkozás fennmaradását alapvetően veszélyeztető jelenség.<sup>1</sup>

A kockázati tőke egyike lehet azon finanszírozási eszközöknek, melyek segíthetnek enyhíteni a kis- és középvállalkozások tőkehiányát, tekintettel arra, hogy mint külső, saját tőke típusú forrás vehet részt a befektetésre alkalmas vállalkozások finanszírozásában. Fontos azonban tisztában lenni e speciális konstrukció sajátosságaival, a tőkét biztosító befektetők ugyanis rendkívül szelektíven válogatnak a befektetési lehetőségek között, amiből következik, hogy teljes körű megoldást ez a finanszírozási lehetőség sem tud nyújtani a kkv-k számára.

A kockázati tőke jellegzetessége, hogy elsősorban a nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalkozásokat keresi, melyek gyakran a valamilyen innovatív tevékenységet folytató vagy technológia intenzív vállalati körből kerülnek ki. Ebből következik a kockázati tőke másik kedvező gazdasági hatása, mely az innováció és a technológiai fejlődés előmozdítására vonatkozik. Az Európai Unió 2010 márciusában megalkotta az EU-2020 fejlesztési stratégiát, melynek egyik célkitűzése szerint a tagállamoknak 2020-ig el kell érniük a GDP-arányos kutatás-fejlesztési ráfordítás 3%-os szintjét. Ennek teljesüléséhez az induló, technológia intenzív vállalkozások növekedésének elősegítése is hozzájárulhat. Magyarország 2015-ös évre jellemző előzetes GDP-arányos K+F ráfordítása 1,38%-nak felelt meg, melynek javítása nemcsak az Uniós célok elérése miatt lenne fontos, hanem sokkal inkább az innovációval együtt járó pozitív gazdasági hatások elősegítése miatt is (Eurostat, 2016/b).

A gazdaságban betöltött fontos szerepéből adódóan nem véletlen, hogy a kkv szektor és különösen annak technológia intenzív vállalati szegmensének erősítése az Európai Unió és a mindenkori magyarországi kormányzat központi törekvései között is szerepel. A közösségi és állami beavatkozási törekvések egy része épp a kkv-k tőkehiányának enyhítésére irányulnak, mely a magyarországi kockázati tőke-ágazat esetében 2009-ig főleg állami forrásból felállított befektetési társaságok vagy alapok létrehozásában öltött testet. Az Uniós kezdeményezésű,

---

<sup>1</sup> Az OECD jelentése szerint a magyarországi kis- és középvállalkozások hitelhez jutási lehetősége a gazdasági válság óta jelentősen romlott, a hitelezési feltételek pedig szigorúak maradtak főleg a magas kockázatú és a hosszú lejáratú hitelekre pályázó cégek körében (OECD, 2016).

2009-ben elindított Jeremie-program ugyanakkor új fejezetet nyitott az állam által a kockázatitőke-piacon végrehajtott intervenciók történetében. A program keretében összesen 28 új, ún. hibrid alap jött létre, melyek alaptőkéjét részben állami, részben magánforrásból finanszírozták, a befektetésekről viszont kizárólag az alapkezeléssel megbízott magánszereplők döntöttek. Függetlenül a programot ért kritikáktól, a szakértők szerint a Jeremie-programnak kedvező és ösztönző hatása volt nemcsak a kockázatitőke-piacra, hanem a vállalkozói ökoszisztémára és kultúrára is. Noha a program befektetési időszaka 2016. május 31-ével véget ért az állam új kockázatitőke-jellegű finanszírozási eszközök bevezetésével tervezi továbbfolytatni az innovatív kkv-k növekedésének elősegítését (HVG, 2016). A téma aktualitását fokozza, hogy az EVCA statisztikai adatai szerint a magyarországi kockázatitőke-ágazat fellendülést mutatott az elmúlt években, a befektetett tőke volumene és a megvalósított tranzakciók száma egyaránt emelkedett, ami arra utal, hogy a befektetők is aktívabban keresik a kelet-közép-európai régió és így Magyarország befektetésre alkalmas vállalkozásait.<sup>2</sup>

Értekezésem középpontjában a Magyarország iránt (is) érdeklődő, különböző tulajdonosi háttérű és eltérő vállalati életszakasz finanszírozására szakosodott intézményi kockázatitőke-befektetők, befektetési döntési folyamatának vizsgálata áll. A kockázatitőke-befektetési döntési folyamattal a nemzetközi szakirodalom széles köre foglalkozik, ám a tanulmányok többsége vagy a döntési struktúra felépítésének általános jellemzésére vagy a döntési folyamat egy-egy részének elemzésére szorítkozik (Tyebee és Bruno [1984], Fried és Hisrich [1994], Boocock és Woods [1997], illetve Silva [2004]). Különösen nagy hangsúly helyeződik azokra a kutatásokra, melyek a befektetési lehetőségek értékelésével kapcsolatos kritériumokat, illetve azok egymáshoz viszonyított fontosságát vizsgálják (Tyebee és Bruno [1984], MacMillan et al. [1985] és [1987], Sandberg et al. [1988], Riquelme és Rickards [1992], Hall és Hofer [1993], Muzyka et al. [1996], Zacharakis és Meyer [1998], illetve Shepherd [1999/a]).

Kevés kutatás törekszik ugyanakkor arra, hogy valamilyen szempont alapján differenciálja a befektetőket, holott feltételezhető, hogy azok különböző csoportjai a befektetési döntési folyamat tekintetében sem követnek azonos gyakorlatot. Értekezésemet ennek megfelelően két fő vezérfonalat követve építem fel. **Egyrészt részletesen bemutatom a Magyarországon működő kockázatitőke-befektetők döntési folyamatának felépítését és az egyes döntési szakaszok során kifejtett befektetői tevékenységeket. Ennek során a vizsgálat terjedelmét az ügyletgenerálástól kezdve a befektetési lehetőségek értékelésén át egészen az ügyletstrukturálásig jelölöm ki.** Az ügyletgenerálás a befektetési folyamat első állomása, mely a befektetési projektek beérkezésére utal. A befektetési lehetőségek értékelése egy hosszadalmasabb részfolyamat, melynek során a befektetők kiválogatják a projektek közül a vonzóbbakat, az igazán ígéretes vállalkozásokkal előzetes befektetői megállapodást kötnek, majd pedig külső szakértőkkel átvilágítják őket. Az ügyletstrukturálás célja, hogy a befektető meghatározza a finanszírozás és a befektetést követő együttműködés feltételrendszerét. **Értekezésem másik vezérfonala a befektetők differenciálása tulajdonosi háttérük és életciklus preferenciájuk szerint, bemutató a kétféle szempont szerint elkülönített befektetői csoportok döntési folyamatát jellemző sajátosságokat.** Ezzel a szakirodalom e szempontból való bővítéséhez is hozzá kívánok járulni. Álláspontom szerint a kockázatitőke-befektetések szerepe és hatékonysága tovább növelhető ezen folyamatok részletesebb megismerése révén.

<sup>2</sup> A Magyarországon befektetett kockázati és magántőke-befektetések összege 2014-ben 170 millió euró, 2015-ben pedig 158 millió eurót tett ki, szemben a 2013-as 56 millió euróval. A befektetési ügyletek száma 2014-2015-ben 73 és 60 volt, míg 2013-ban csak 41 (Invest Europe, 2016).

## 1.2. Kutatási célkitűzések és hipotézisek

Doktori értekezésemben a kockázatitőke-befektetési döntési folyamatot a kutatásba bevont befektetők csoportosításával vizsgálom az egyes csoportok között kimutatható szignifikáns különbségek feltárásával. A csoportképző ismérveket a befektetők eltérő tulajdonosi háttére, illetve az általuk preferált eltérő vállalati életszakasz jelentette. A kutatáshoz a magyarországi kockázatitőke-ágazat 2008-2017-es időszaka kiváló terepet biztosított, tekintettel arra, hogy ez alatt az idő alatt nemcsak állami és magánhátterű, hanem ún. hibrid tőkealapok is működtek, melyek gyűjtött tőkéjét részben állami, részben pedig magánforrás képezte. Emellett, a befektetői paletta a finanszírozásnál preferált vállalati életpálya teljes ívét lefedte, azaz korai fázisú és az érett életszakasz finanszírozását preferáló befektetők egyaránt működtek a magyar kockázatitőke-piacon.

Kutatásom során az alábbi célokat tűztem ki:

- a) Vizsgálni a kockázatitőke-befektetők befektetési döntési folyamatainak felépítését az ügyletgenerálástól az ügyletstrukturálásig. Feltárni a döntési folyamat struktúrák közötti különbségeket aszerint, hogy milyen a vizsgált befektetők tulajdonosi háttére vagy vállalati életszakaszra vonatkozó befektetési preferenciája. Végezetül megalkotni azokat a döntési folyamat modelleket, melyek jól leírják a valamely szempont (tulajdonosi háttér vagy preferált életszakasz) szerint elkülönített befektetői csoportokra jellemző befektetési döntési gyakorlatot.
- b) Elemezni a befektetők által, a befektetési javaslatok szűrésénél figyelembe vett értékelési kritériumokat, illetve azok fontosságát. Azonosítani közülük azokat a kritériumokat, melyeknél a különböző tulajdonosi háttérrel rendelkező vagy különböző vállalati életszakasz finanszírozására szakosodott befektetők egyes csoportjai szignifikánsan eltérnek egymástól.
- c) Elemezni a befektetők által, a részletes átvilágítás (due diligence) és cég- vagy projektértékelés során végrehajtott jellemző tevékenységeket, illetve a befektetéstől elvárt hozamok befolyásoló tényezőit. Ennek kapcsán is azonosítani azokat a tevékenységeket és tényezőket, melyek alapján a különböző tulajdonosi háttérrel rendelkező vagy különböző vállalati életszakasz finanszírozására szakosodott befektetők egyes csoportjai szignifikánsan különböznek egymástól.
- d) Végezetül értékelni az ügyletstrukturálás jellegzetességeit a mintában szereplő befektetőknél és kiemelni közülük azokat, melyek kapcsán szignifikáns különbség tapasztalható a különböző tulajdonosi háttérrel rendelkező vagy különböző vállalati életszakasz finanszírozására szakosodott befektetők között.

A kutatási célok teljesítésével eredményeimet a témában eddig született szakirodalmi források megállapításaival is összevetem, feltárva a hasonlóságokat és különbségeket. Hipotéziseim felállításában nagymértékben támaszkodtam a téma szempontjából releváns nemzetközi és magyar szakirodalomra, illetve a 2008-as felmérésem eredményeire.

Hipotéziseim a következők:

***HI:** A Magyarországon működő, állami háttérű kockázatitőke-befektetők által alkalmazott befektetési döntési folyamat adminisztratívabb és formalizáltabb struktúrát követ, mint a magán és hibrid eredetű forrásokat kezelő befektetők befektetési döntési folyamata.*

Kutatási célkitűzésem eléréséhez a kockázatitőke-befektetési döntési folyamatot nem általánosságban vizsgálom, hanem az általam kijelölt két szempont szerint képzett befektetői csoportok aspektusából. Az eltérő tulajdonosi háttér vizsgálata esetében főleg az állami befektetők által alkalmazott döntési gyakorlatot állítom szembe a magán- és hibrid háttérű befektetők döntési gyakorlatával. Feltételezésem szerint ugyanis az állami háttérű befektetők döntési szisztémája a másik két befektetői csoport döntési gyakorlatához képest több szakaszt és döntési szintet is tartalmaz, mely miatt az egész döntési folyamat egy sokkal formalizáltabb

struktúrát követ. Az adminisztratív jelleg továbbá nemcsak a folyamat felépítésében jelenik meg, hanem a befektetők projektszerzési és értékelési gyakorlatában is.

A befektetési döntési folyamat befektetői életciklus preferencia szerinti vizsgálatánál, elsősorban a korai és az érett életszakaszban lévő vállalkozások finanszírozására szakosodott befektetők között teszek különbséget. Bár az érett életszakaszt preferáló befektetők döntési folyamata hasonló struktúrát követ, mint a korai fázisú befektetőké, feltételezem, hogy a döntési folyamaton belüli szakaszok szintjén fellelhető sajátosságok miatt, érdemes mégis ezt a befektetői csoportot elkülönítetten kezelni a korai fázisú befektetőktől. Ebből adódik a második hipotézisem, mely a következő:

*H2: A késői vállalati életszakasz finanszírozására szakosodott kockázati-tőke-befektetők befektetési döntési folyamata több specifikus jellemzővel is rendelkezik, így érdemes ezek feltárása érdekében ennek a befektetői csoportnak a döntési gyakorlatát elkülönítetten vizsgálni a korai vállalati életszakasz (magvető vagy start-up) finanszírozására szakosodott kockázati-tőke-befektetőkétől.*

A befektetési javaslatok értékeléséhez használt kritériumok fontosságával, a részletes átvilágítással, valamint az értékelési módszerekkel és az elvárt hozamot befolyásoló tényezőkkel foglalkozó b) és c) kutatási célok vizsgálatakor elsősorban az eltérő vállalati életszakaszra specializálódott befektetők differenciálására helyezem a hangsúlyt, mivel ez a megközelítésmód sokkal konkrétabb kutatási hipotézisek megfogalmazását teszi lehetővé. Már az értékelési kritériumokkal foglalkozó szakirodalmak legkorábbi művei közül is kiderül, hogy a kockázati-tőke-befektetők a projekt mögött álló menedzsment vagy vállalkozó képességeit, a célpiac növekedési ütemét, a termék/vagy szolgáltatás egyes tulajdonságait és a projektben rejlő hozampotenciált tartják a legfontosabb szempontoknak (Tyebjee és Bruno [1984], MacMillan et al. [1985] és [1987], Robinson [1987], Rea [1989], Hisrich és Jankovich [1990], valamint Dixon [1991]). Feltételezésem szerint ezek a kritériumok az általam vizsgált befektetők körében is nagyon fontos értékelési szempontoknak minősülnek, függetlenül attól, hogy milyen tulajdonosi háttérrel rendelkeznek vagy milyen vállalati életszakasz finanszírozására specializálódtak. Ebből következik harmadik hipotézisem, mely a következő:

*H3: Az alapítói háttértől és a finanszírozásnál preferált vállalati életszakasztól függetlenül a felméréseimben szereplő kockázati-tőke-befektetők számára a menedzsmenttel, a célpiaccal és a projektben rejlő hozam- és exitpotenciállal kapcsolatos kritériumok egyaránt nagyon fontos szempontoknak minősülnek a befektetési projektek vizsgálata során.*

Feltételezhető azonban, hogy a prioritást élvező szempontok mellett, az eltérő vállalati életszakasz finanszírozására koncentrálnó befektetők számára más-más kritériumok lehetnek fontosak a befektetési projektek vizsgálatakor. Egy érett életfázisban lévő cégbe történő befektetéskor például fontos szempont lehet a vállalkozás múltbeli tevékenysége és eredményessége, ám ugyanez egy korai fázisra szakosodott kockázati-tőke-befektető számára már nem annyira érdekes, hiszen az általa vizsgált cégeknek sokszor nincs is releváns múltja, ami elemezhető lenne. Ezzel szemben a vállalkozás alapítójának vállalkozói tapasztalata, a prototípus rendelkezésre állása, vagy a szabadalmi védettség megléte mind olyan szempontok, melyek ellenőrzése elsősorban a korai szakaszban lévő cégek vagy projektek vizsgálatakor fontosak, míg az érett életfázisban lévő cégeknél kevésbé jelentősek. Mindezek alapján a negyedik hipotézisem a következő:

*H4: A korai vállalati életszakasz finanszírozására szakosodott kockázati-tőke-befektetők számára az alapítók múltbeli vállalkozói tapasztalatának, a prototípus rendelkezésre állásának, valamint*

*a termék vagy szolgáltatás szabadalmi védettségének vizsgálata egyaránt nagy hangsúlyt kap a befektetési javaslatok értékelésénél.*

*A késői vagy érett vállalati életszakasz finanszírozására szakosodott kockázatitőke-befektetők számára a vállalkozás múltbeli pénzügyi helyzetének (cash flow és eladósodottság) és a célpiacon vagy piaci szegmensen betöltött pozíciónak a vizsgálata egyaránt nagy hangsúlyt kap a befektetési javaslatok értékelésénél.*

A befektetési döntési folyamat során a kockázatitőke-befektetők saját maguk is becslést adnak az általuk vizsgált projektek üzleti értékére. Az értékeléshez több módszer is rendelkezésükre áll, a legismertebbek közé a diszkontált cash flow alapú értékelés (DCF) és a relatív vagy szorzószámú értékelés tartozik. Feltételezhető, hogy a befektetők többsége nemcsak az egyik vagy másik módszerrel értékeli a projekteket, mégis a vizsgált projektek életrajza hatással lehet arra, hogy az értékelési eljárások közül végül melyik kapja a nagyobb hangsúlyt. A relatív értékelés használata például az érett életszakaszban lévő cégek értékelésénél megbízhatóbb eredményekhez vezethet, mint a korai szakaszban lévő vállalkozások értékelésénél, hiszen a hasonlóan tekinthető tőzsdéi vállalkozások vagy nyilvános árazású tranzakciók köre is szélesebb. Ezzel szemben a korai fázisú ügyleteknél a DCF módszer használata lehet célravezetőbb, mivel ekkor az értékelés döntően a vállalkozás üzleti tervén alapul, melyet viszont cégspecifikus tényezők határoznak meg. Az ötödik hipotézisem ebből adódóan a következő:

*H5: A projekt vagy vállalkozás üzleti értékének becslésekor a korai életszakasz finanszírozására szakosodott befektetők elsősorban a diszkontált cash flow alapú értékelési modellre, míg az érett életszakasz finanszírozására szakosodott befektetők főleg a relatív értékelésre támaszkodnak.*

Értekezésem utolsó vizsgálati területe az ügyletstrukturálás, mely a befektetési tranzakciók feltételrendszerének kidolgozására irányul. Fontosnak tartom ezt a témakört a befektetők tulajdonosi háttere és életrajza preferenciája oldaláról is megvizsgálni, mivel mindkét csoportosítással feltárhatók sajátos, a magyarországi kockázatitőke-piacon is előforduló strukturálási modellek. A tulajdonosi hovatartozást tekintve az állami háttérű befektetők finanszírozási modelljét célszerű kiemelni, mely a befektetői piacon teljesen egyedinek tekinthető olyannyira, hogy feltételrendszere (kiszállás, hozam, futamidő) alapján nem is felel meg a klasszikus értelemben vett kockázatitőke-befektetéseknek. Az életrajza preferencia oldaláról nézve a befektetők finanszírozási feltételrendszere összefügg a megvalósítani tervezett tranzakciók méretével, céljával és kockázatoságával. A korai fázisú ügyletek például sokkal nagyobb kockázatot hordoznak magukban, mint a kivásárlási ügyletek, így az ezekre szakosodott befektetők is másképpen bocsátják a céltársaság rendelkezésére a befektetési összeget. A korai fázisú befektetők például gyakran élnek a mérföldkövek teljesítéséhez kötött szakaszos finanszírozással, míg a kivásárlási alapok – ahol a befektetés célja a tulajdonosi szerkezet jelentős megváltoztatása – általában egy összegű kihelyezést vállalnak. A kivásárlási ügyleteknél azonban, a tranzakciók mérete olyan nagy, hogy a tőkeági finanszírozás mellett, a befektetők gyakran bankhitelt is igénybe vesznek. Ezzel szemben a korai fázisú befektetők inkább csak tőkeágon biztosítanak finanszírozást, a kölcsönnyújtás is előfordulhat, ám ezt nem egy külső pénzügyi intézet, hanem a befektető saját maga nyújtja általában tőkévé konvertálható formában. Mindezek alapján az ügyletstrukturálással kapcsolatos hipotézisem a következő:

*H6: A Magyarországon működő, állami háttérű kockázatitőke-befektetők egy sajátos feltételrendszerből álló zárt finanszírozási konstrukciót nyújtanak, mely tőkeági és a hiteltípusú jellemzőkkel egyaránt rendelkezik.*

*A korai vállalati életfázis finanszírozására szakosodott befektetőknél – az ilyen típusú ügyletekben rejlő magasabb kockázat miatt – a befektetési összeg mérföldkövek teljesítéséhez kötött rendelkezésre bocsátása a jellemző. A késői vállalati életfázis finanszírozására szakosodott*



*befektetőknél viszont a befektetés egy összegben történő rendelkezésre bocsátása jellemző, a finanszírozás során pedig – az ilyen típusú ügyletek nagyobb méretéből adódóan – a befektetők gyakran igénybe vesznek bankhitelt is.*

Kutatásaim, a hipotéziseimmel kapcsolatos eredmények több szempontból is hozzájárulhatnak a kockázati-tőke-befektetők működésével kapcsolatos ismeretekhez. Összehasonlíthatóvá válik egyfelől a magyarországi befektetők döntési folyamata azokkal a döntési modellekkel, melyeket a szakirodalom a nyugat-európai, amerikai és más kelet-közép-európai kockázati-tőke-befektetők vonatkozásában már feltárt. Ezáltal megállapítható, hogy a felmérésben résztvevő befektetők vajon ugyanazt a döntési gyakorlatot követik-e, mint ami a fejlettebb kockázati-tőke-ágazattal rendelkező országok befektetőire is jellemző. A befektetők tulajdonosi háttér és életciklus preferencia szerinti csoportosítása ugyanakkor lehetővé teszi a különféle befektetői csoportokra jellemző specifikus jegyek feltárását is, melyeket a szakirodalom nem nagyon emel ki. A befektetési projektek értékelésének vizsgálata tovább szélesíti a korábban említett összehasonlítási lehetőségeket. A kérdőíves felmérések kiértékelésével megválaszolható, hogy a Magyarországon működő kockázati-tőke-befektetők is ugyanazokat az értékelési kritériumokat tartják-e fontosnak a projektek vizsgálatakor, mint a fejlettebb piacokon vagy a kelet-közép-európai régióban működő társaik, mi határozza meg hozamelvárásukat és az általuk alkalmazott üzletértékelési módszerek mennyire felelnek meg az iparágban elfogadott sztenderdeknek.

A tulajdonosi érdekeltség szerinti csoportosítás rámutat arra, hogy a kezelt forrás eredete hogyan tudja befolyásolni a befektetési lehetőségek értékelését az állami háttérű és a Jeremie program keretei között működő hibrid tőkealap-kezelőknél. A hozamelvárás és az ügyletstrukturálás vizsgálatával megítélhető, hogy az állami háttérű befektetők által képviselt finanszírozási modell mennyire tekinthető valóban kockázati-tőke-befektetésnek. A befektetők által adott visszajelzésekből pedig következtetni lehet majd arra is, hogy a közvetlen tőkekinálati jelenlétén kívül melyek azok a területek, ahol az állami beavatkozásnak létjogosultsága lehet (pl.: tőkekeresleti oldal, szabályozás) még. A korai fázisú befektetők és a kivásárlási alapok döntési mechanizmusának különválasztásával megismerhetők azok a projektértékelési szempontok, melyek csak az egyik vagy csak a másik befektetői csoportnak fontosak, a befektetők hozamelvárásából pedig következtetni lehet az általuk vállalt kockázat mértékére is. Ennek a kockázatnak a kezelésére, valamint a tőkebefektetés megvalósításának módjára és típusaira mutat rá a két befektetői csoport ügyletstrukturálási gyakorlata. Mindemellett, a befektetési döntési folyamat életciklus preferencia szerinti vizsgálata segítséget nyújthat a kormányzati kezdeményezéssel indított programok feltételrendszerének pozicionálásában is, annak érdekében, hogy a programok valóban annál a vállalati körnél fejtsék ki hatásukat, melynek finanszírozására elindították őket.

Végül fontos megemlíteni, hogy melyek azok a döntési folyamat-témakörök, melyekkel doktori értekezésem nem foglalkozik. Noha a szakirodalom feldolgozása során megemlíttem, de kutatásomban nem vizsgálom a befektetők és vállalkozók között fennálló információs asszimmetria mértékét, illetve annak kezelését sem. Az információs asszimmetria kezelése az ügyletstrukturálással függ össze, ennek tárgyalását viszont az említett két vezérfonal mentén haladva végzem, nem pedig a megbízó-ügynök probléma szerinti elméleti síkon. Nem foglalkozom továbbá a befektetési döntési folyamat kimenetelét szintén befolyásoló viselkedési hatásokkal sem, függetlenül attól, hogy ezek torzító jellegét a szakirodalom feldolgozása során szintén kifejtem. Véleményem szerint a viselkedési hatások elemzésére az általam alkalmazott kérdőíves megkérdezés önmagában nem alkalmas, csak akkor, ha mellette párhuzamosan a valós idejű döntéshozatal modellezése is megtörténik más módszerekkel. Terjedelmi okokból azonban a primerkutatást csak a megkérdezéses vizsgálatokra és esettanulmányokra alapoztam, ezenfelül pedig a viselkedési hatások elemzése doktori értekezésem eredeti célkitűzéseitől meglehetősen távol estek volna.

## 2. SZAKIRODALMI ÁTTEKINTÉS

A kockázati tőke-befektetések témakörét érintő szakirodalmi munkák általában mind megjegyzik azt, hogy a kockázati tőke fogalmának pontos meghatározása nehézkes, mivel egységes értelmezése nem létezik és a tanulmányok, illetve kutatások szerzői több mindent is érthetnek alatta. Egyes esetekben például kockázati tőke alatt, csak magát a finanszírozási konstrukciót értik, máskor viszont az egész ágazatra is ezzel a fogalommal hivatkoznak. A finanszírozási konstrukció oldaláról történő megközelítést nehezíti, hogy attól függően, hogy a befektetés milyen életszakaszban lévő céltársaságokba vagy projektekbe irányul, a konstrukció megnevezése eltérhet a kockázati tőkétől. Földrajzi különbségek is fennállnak az értelmezésben, az Amerikai Egyesült Államok területén ugyanis nem ugyanazt értik kockázati tőke alatt, mint Európában ami kihatással van például a két térség kockázati tőke-ágazatának statisztikai adatokon alapuló összehasonlítására is. A kockázati tőke definiálása általában annak speciális jellemzőin és tulajdonságain keresztül történik, így attól függően, hogy melyik kutatást olvassuk, a megközelítés módja és az értelmezési tartomány is változhat. A kockázati tőkével kapcsolatos fontosabb fogalmi megközelítéseket mutatom be, felhívva a figyelmet az értelmezésbeli különbségekre. A fogalmi megközelítések ismertetésénél természetesen külön kitérek e sajátos finanszírozási konstrukció fő jellemzőire is.

### 2.1. A kockázati tőke fogalma, jellemzői

A kockázati tőke fogalmi megközelítéseinek értelmezését segíti, ha röviden végigkísérjük annak fejlődési pályáját tekintettel arra, hogy ennek során ez a speciális finanszírozási konstrukció is számos változáson ment keresztül. A nemzetközi szakirodalom szerint, a klasszikus értelemben vett kockázati tőke 1946-ban jelent meg először az Amerikai Egyesült Államok területén, az American Research and Development (ARD) nevű szervezet létrehozásával. Az ARD egy nyilvánosan jegyzett zártvégű alap volt, mely gyorsan növekvő, technológiaintenzív cégek részére biztosított saját tőke típusú finanszírozást, tulajdoni részesedés megszerzése ellenében. Az 1950-es évek végefelé, a befektetéseket finanszírozó alapok tulajdonosi szerkezete megváltozott, a befektetési jegyek nyilvános jegyzése megszűnt, a kockázati tőke-befektetési alapok pedig zártkörűek lettek. A befektethető tőke egy sokkal szűkebb körű végbefektetői csoporttól származott, melyek között vagyonos magánszemélyek, majd később inkább intézményi befektetők (bankok, biztosítók, nyugdíjalapok) voltak megtalálhatók. Az így felállított zártvégű alap forrásainak befektetése az alapkezelők feladata volt, melyek egy jogi szempontból különálló entitás keretei között működtek (Gompers és Lerner, 2001).<sup>3</sup>

A végbefektetők és alapkezelők együttműködésére épülő befektetési tevékenység alapján Bottazzi és Da Rin (2002) szerint a kockázati tőke nem más, mint fiatal, zártkörűen működő, dinamikus vállalkozások finanszírozása saját tőkével vagy saját tőke típusú finanszírozási eszközökkel olyan zártvégű alapokon keresztül, melyekhez a befektethető forrást zártkörűen, néhány professzionális befektető biztosítja. A szerzőpáros ugyanakkor kiemeli, hogy a kockázati tőke jelentősége nemcsak a finanszírozásban, hanem az azzal együtt járó járulékos előnyökben is rejlik, melyek közé a befektetők piaci és iparági ismerete, esetleges műszaki háttere, kapcsolatrendszere, más finanszírozási forrásokhoz való hozzáférése és a jelenlétükből adódó jó referencia is hozzátartozik.

A kockázati tőke fiatal, nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalkozások elindításában való érdekeltsége Gladstone (1997) munkájában is megjelenik, aki szerint kockázati tőke-befektetésnek minősül az is, amikor a család tagjai vagy más magánszemélyek közösen

<sup>3</sup> Az angol nyelvű szakirodalom a kockázati tőke-befektető alapok végbefektetőit az ún. „*limited partners*”, az alapkezelőket pedig az ún. „*general partners*” megnevezésekkel illeti.

befektetnek egy nagy növekedési képességekkel rendelkező induló vállalkozásba. Nem tekinthető ugyanakkor kockázatitőke-befektetésnek a hitelnyújtás, a tőzsdén történő értékpapír vásárlás és az ingatlanbefektetés sem. A kockázatitőke-befektető, mint üzleti partner jelenik meg egy vállalkozás életében és mivel társtulajdonosi pozíciót szerez magának, így sokkal aktívabban részt vesz a vállalkozás üzletmenetében, mint egy hitelintézet.

Wright és Robbie (1998) a kockázatitőke-befektetések tulajdonságait a hagyományos vállalati pénzügyekben elterjedt finanszírozási gyakorlattal állítják szembe és az alábbi megállapításokat teszik a kockázati tőke jobb megismerése érdekében:

- A kockázatitőke-befektetés útján szerzett részvények forgalomképessége zártkörű, így a befektetés illikvidnek tekinthető egy nyilvános forgalomban lévő részvénytárhoz képest.
- A befektető direkt módon és aktívan ellenőrzi a vállalkozás menedzsmentjét.
- Az új forrásokhoz való hozzáférés korlátozottabb, főleg a korai szakaszban lévő cégek esetében, ahol a rendkívül magas kockázat miatt a potenciális befektetők köre alacsonyabb. Az érett vállalati életszakaszban végrehajtott befektetéseknél már több lehetőség nyílik a megfelelő finanszírozás megszerzésére, de a tőkéhez való hozzáférés itt sem annyira kompetitív, mint a klasszikus részvénytárhoz képest.
- A finanszírozott projektek/vállalkozások meglehetősen speciális tevékenységet folytatnak.
- A projektek értékeléséhez rendelkezésre álló módszerek korlátozottak, nagy jelentőségük van az érzékenységvizsgálatoknak, a befektetési döntések meghozatala pedig több szinten keresztül történik.
- Mivel a befektetés zártkörű cégekbe történik, így nyilvános adatközlés nincsen, az információkhoz való hozzáférés korlátozott, emiatt a befektetés után is a menedzsment szoros ellenőrzésére van szükség.

Fontos megjegyezni, hogy a szerzőpárosnál már megjelenik a magántőke kifejezés, abból adódóan, hogy különbséget tesznek a korai és az érett vállalati életszakaszban végrehajtott kockázatitőke-befektetések között. Ezek közül a magántőke kifejezést csak az utóbbira használják és rámutatnak arra, hogy mivel 1995-re, az Amerikai Egyesült Államokban, a befektetések nagy része a késői vállalati életszakaszban lévő cégekbe irányult, így a kockázati tőke helyett, az egész finanszírozási konstrukcióra érdemesebb inkább a magántőkét használni.

Az európai kockázatitőke-ágazat befektetőit tömörítő szervezet, az Invest Europe, vagy korábbi nevén az Európai Kockázati- és Magántőke Egyesület (EVCA) szintén külön kezeli a magántőkét a kockázati tőkétől. A magántőkét tekinti a szélesebb halmaznak, melyre egyszerűen úgy tekint, mint tőkefinanszírozás biztosítására tőzsdén nem jegyzett vállalkozások részére. A kockázati tőke viszont a magántőke részhalmaza, mely azon tőkebefektetéseket takarja, melyeket a vállalkozások indításához, korai növekedéséhez és expanziójához biztosítanak (Invest Europe [2016], [2017]).

A kockázatitőke-ágazat kettészakadása miatt bekövetkező értelmezési nehézségekre hívja fel a figyelmet Karsai (1997) is, aki már az 1990-es évek elejétől nyomon követte a magyarországi és az egész kelet-közép-európai régió kockázati tőke ágazatának fejlődését. Tanulmányában rámutat arra, hogy a kockázati tőke kezdetben valóban egyet jelentett a korai szakaszban lévő, innovatív vállalkozások finanszírozásával, ám később a kockázati tőke elkezdett nyitni az expanziós és érett életszakaszban lévő cégek felé is, tekintettel arra, hogy a befektetések megtérülési lehetőségei ezen életszakaszokban történő befektetés esetén már kedvezőbbek voltak, mint a fiatal vállalkozásoknál. Az expanzív szakaszt preferáló befektetők foglalkoznak még reorganizációval és kivásárlásokkal is, az ezekhez nyújtott befektetői finanszírozást pedig fejlesztő tőkének („*development capital*”) is nevezik. Mivel az iparágban bekövetkezett változások miatt a kockázati tőke már nemcsak a korai szakaszra értelmezhető, így bevezetésre került a magántőke elnevezés, melynek értelmezése a következő:

*„A kockázati tőke mai nyugati értelmezése a professzionális befektetők olyan hosszú távú, jelentős kockázattal járó tőkebefektetéseit takarja, amelyek elsődleges célja a kiszálláskori tőkejövedelem megszerzése, amit a befektetés ideje alatt kapott osztalék csak kiegészít (Karsai 1997, 168. pp.).*

Ez a definíció később kiegészül azzal, hogy a magántőke-befektetések nagyrészt tőzsdén nem szereplő vállalkozásokba irányulnak, s mivel a befektetők az általuk finanszírozott vállalkozás piaci értékének gyarapodásában érdekeltek, így a forrás mellé kapcsolatrendszerüket és szakértelmüket is az adott vállalkozás rendelkezésére bocsátják (Karsai, 1999).

A csak Magyarországon működő, és a magyarországi befektetések iránt is érdeklődő kockázati-tőke-befektetőket magába foglaló szervezet, a Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület (MKME) is fontosnak tartja a magántőke és a kockázati tőke közötti különbségtételt. Az MKME megfogalmazása szerint, a magántőke tőzsdén nem jegyzett cégek számára biztosít részvénytőkét, melyet termék- és technológiafejlesztésre, működőtőke finanszírozásra, felvásárlásokra vagy egy vállalkozás tőkszerkezetének javítására fordítanak. A kockázati tőke csak egy részhalmaza a magántőkének, melyet a cégek indításához, korai fázisban végrehajtott fejlesztésekhez vagy expanzióhoz nyújtanak. A kockázati-tőke-befektetéssel egyidejűleg a befektető tulajdonrészét szerez a vállalkozásban, az átlagosnál magasabb kockázatért cserébe pedig az átlagosnál magasabb hozam elérésében érdekelt (MKME, 2008 és 2016).

Az eddigiek alapján látható, hogy mind a kockázati tőke, mind a magántőke esetében külső, saját tőke típusú finanszírozási konstrukcióról van szó, mely azért külső, mert a tőkét egy a vállalkozástól elkülönülő, jellemzően erre a tevékenységre szakosodott entitás nyújtja, és azért saját tőke típusú, mert a finanszírozás rendszerint tőkeágon történik, azaz a befektetés a vállalkozás saját tőkéjét gyarapítja, mellyel egyidejűleg a befektető tulajdoni részesedéshez is hozzájut (Csubák, 2003). E speciális finanszírozási konstrukció ismertetőjegyeit Karsai (2012/a) és Osman (2006) alapján az alábbi tulajdonságok adják:

1. A kockázati tőke pénzügyi közvetítő szerepet tölt be, mivel a befektetések megvalósítása nem a befektetők saját pénzéből, hanem más szervezetek vagy magánszemélyek erre a célra elkülönített forrásaiból történik.
2. A befektetések csak olyan vállalkozásokba irányulnak, melyek legkésőbb a tranzakció megvalósítását követően zártkörű tulajdonosi háttérrel működnek tovább.
3. Főleg a korai szakaszban megvalósított befektetések esetében a befektetők aktív szerepet játszanak a portfóliócégek életében, a befektetett tőke mellé a vállalkozások rendelkezésére bocsátják saját szakértelmüket és kapcsolatrendszerüket is. Az operatív vezetés viszont a cég menedzsmentjének hatásköre marad.
4. A befektetések végső célja a hozammaximalizálás, az ügyletek az átlagosnál magasabb kockázatot hordoznak, melyért cserébe a befektetők átlagon felüli hozamot várnak el. Ekkora hozamvárásnak ugyanakkor csak nagyon kevés vállalkozás tud megfelelni, így a kockázati-tőke-befektetőknek szelektálniuk kell a befektetési lehetőségek között.
5. A kockázat csökkentése érdekében a kockázati-tőke-befektetők nemcsak egy vállalkozásba helyeznek ki tőkét, hanem egyszerre több cégbe fektetnek be és így portfóliót hoznak létre.
6. A befektetett forrást nem kell visszafizetni, ha a vállalkozás csődbe jut, akkor a kockázati-tőke-befektetőnek is le kell írnia a befektetését. Ebből adódóan viszont a befektető nagyobb kockázatot vállal, mint egy bank, így a finanszírozás költsége a vállalkozás oldaláról magasabb lesz, mint a bankhitel igénybevételének költsége.
7. A hozam realizálása a kiszállással történik, melynek során a befektető eladja részesedését és a hozam nagy részét visszaszolgáltatja a források eredeti tulajdonosainak.
8. Az extrahozam elérése érdekében a befektető a cég fejlesztésében és ezen keresztül annak értéknövekedésében érdekelt, mert így saját tulajdoni részesedésének értéke is gyarapszik.

A kockázatitőke-ágazat kínálati oldala egyrészt a formális keretek között működő, külön erre a tevékenységre szakosodott befektetési társaságokból, illetve a korlátolt felelősségű társulási formában működő zártvégű befektetési alapokból és az azokat menedzselő alapkezelőkből tevődik össze. A befektetésekhez rendelkezésre álló forrást az ún. végbefektetők biztosítják, melyek köre meglehetősen változatos, vagyonos magánszemélyek, intézményi befektetők, állami intézmények és bankok egyaránt megtalálhatók közöttük. Zsembery (2014) alapján a befektetés lehet közvetlen vagy közvetett, melyek közül az előbbi esetben maguk a végbefektetők szereznek részesedést a kiszemelt vállalkozásokban, míg utóbbinál ehhez egy speciálisan erre a tevékenységre szakosodott alapkezelőt bíznak meg, a kockázatitőke-finanszírozási célra gyűjtött tőkét pedig egy fix futamidejű, zártvégű alapban különítik el.

Egy-egy zártvégű befektetési alap jellemzően tíz évre jön létre, a futamidő azonban két-három évvel meghosszabbítható. Az alapok mérete jellemzően a megvalósítani tervezett tranzakciók méretétől függ, átlagosan ennek tíz-tizenötszörösére tehető a befektetési alap nagysága. A befektetési tranzakciókat egy alapkezelő társaság hajtja végre, mely ezért alapkezelési díjban részesül. Az éves díj a működési költségek fedezésére szolgál, nagysága a kezelt tőke 1,5-2,5%-a általában. Az alapkezelők ezenfelül sikerdíjban is részesülnek, mely legtöbbször a végbefektetők által elvárt hozam feletti rész 20%-a. Mivel az alapkezelők és a végbefektetők között információs aszimmetria áll fenn, így nagyon fontos, hogy a közöttük lévő szerződéses együttműködés olyan ösztönzőkön és fékeken alapuljon, mely a létrehozásra kerülő portfólió értékgyarapodásához vezessen. A befektetések megvalósítása az alap futamidejének első öt évében történik, az ezt követő időszak pedig az értéknövelésre és az exitekre való felkészülésre irányul (Sahlman, [1990], Szlovák [2006]).

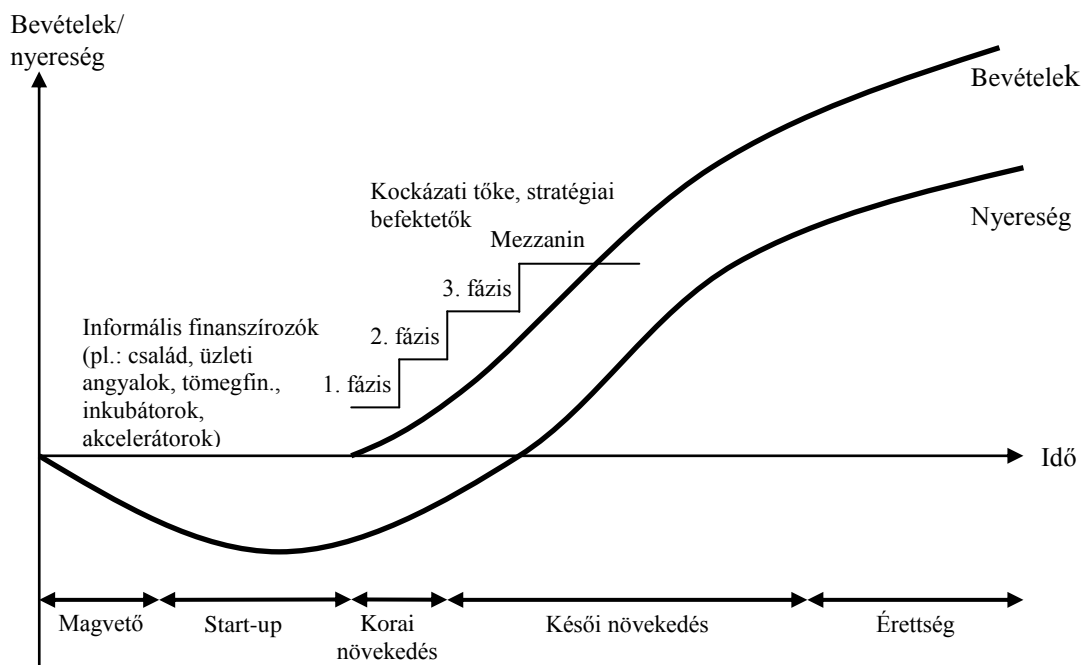
A kockázatitőke-ágazatnak ugyanakkor van egy informális szegmense is, melynek keretében a finanszírozást nem intézményi keretek között működő társaságok vagy befektetési alapok, hanem az ún. üzleti angyalok biztosítják. Az üzleti angyalok olyan tehető magánszemélyek, akik saját vagyonukkal, általában egy vállalkozás indulásakor vagy annak korai életszakaszában nyújtanak saját tőke típusú finanszírozást tulajdoni részesedésszerzés ellenében. A tulajdonosi pozíció itt is átmeneti, a hozam realizálása a részesedés értékesítésével történik (Morrisette [2007], Farrell et al. [2008]). A Magyarországon működő üzleti angyalok az 5-50 millió Ft-ig terjedő befektetési mérettartományt preferálják, számuk pedig hozzávetőleg 80-100 főre tehető (Piac&Profit, 2013). Az informális kockázatitőke-piac felépítéséről, a befektetések végrehajtása mögött rejlő motivációkról, a befektetési lehetőségek közötti választás kritériumairól és az angyalok befektetést követő tevékenységeiről részletes áttekintést kínál Makra Zsolt és Kosztópulosz Andreász publikációi (Makra-Kosztópulosz [2004], [2006], Kosztópulosz-Makra [2006]).

A kockázati tőke fogalmi megközelítései közötti sokféleségből adódóan nem meglepő, hogy a befektetések többféle formában is megvalósulhatnak, így a szakirodalom is a tranzakciók különböző típusait említi. Az ügylettípusok egy része a vállalkozások életpályáját követve egymásra épülnek, míg másik részük a vállalati életpályától függetlenül létezik. A vállalati életpálya haladásának megfelelő kockázatitőke-befektetési ügylettípusokat jól szemlélteti az *1. ábra*, mely szerint a korai életpályában, vagyis a magvető és start-up fázisban, a vállalkozások elsősorban informális csatornákon keresztül juthatnak forrásokhoz. Az informális csatornák közé tartoznak a barátok és családtagok, az üzleti angyalok, valamint a tömegfinanszírozás<sup>4</sup> is. A korai szakaszban aktív, de inkább már formális csatornának minősülnek az inkubátorok és

<sup>4</sup> A tömegfinanszírozás vagy angolul „*crowdfunding*” esetében a projektek finanszírozása nagyszámú befektető által egy online működő platformon keresztül történik. A befektetők a biztosított forrás ellenében tulajdoni részesedéshez, a projekt tárgyát jelentő termékhez vagy szolgáltatáshoz juthatnak, vagy finanszírozhatnak non-profit céllal is. A nagyszámú befektető jelenlétének előnye a kockázat jelentős porlasztásában rejlik (MKME, 2016).

akcelerátorok, melyek 5-20%-os részesedésszerzés ellenében részt vesznek a vállalkozások fejlesztésében és növekedésre való felkészítésében.

A magvető szakaszban gyakran még nincs is működő vállalkozás, ekkor a finanszírozás az üzleti koncepció kialakítására, prototípusfejlesztésre, kutatásra, üzleti tervezésre és az üzleti koncepció piaci életképességének vizsgálatára irányul. A tipikus befektetési méret ebben a szakaszban a 80-500 ezer eurós tartományban van. A start-up fázisban a termék vagy szolgáltatás prototípusa már létezik, a kereskedelmi értékesítés ugyanakkor még nem kezdődött meg. A finanszírozás célja a további termék-, gyártmány- és gyártásfejlesztés, üzemszervezés, valamint marketing és piackutatás megvalósítása és felkészülés a nagy volumenben történő piaci értékesítésre. A befektetési tranzakciók jellemző mérete ebben a szakaszban a 300-1500 ezer eurós tartományban mozog. A korai szakaszban rejlik a legnagyobb vállalati működési kockázat, mely a termék vagy szolgáltatás kiforratlanságából, a piaci kereslet bizonytalanságából, valamint az üzleti modellben rejlő tökéletlenségekből adódik. Banki finanszírozás a működési múlt és az eszközök hiánya miatt nem elérhető, így ez a szakasz a kockázati tőke és különösen az üzleti angyalok kedvelt finanszírozási tepere. (MKME [2016], Zsembery [2014], Osman [1996] és [2006]).



**1. ábra:** A vállalkozások jellemző életpálya szakaszai és a formális és informális kockázati tőke helye a növekedés finanszírozásában

*Forrás:* Szerb (2006), 104. oldal alapján saját kiegészítéssel

Ahogy az 1. ábrán is látható, a magvető és start-up szakaszokban várhatóan még se nem bevétel se nem nyereség nem termelődik. Az értékesítés a növekedési fázisban indul el, ekkor számíthat a vállalkozás először árbevételre. A növekedés során a vállalkozás bővíteni kívánja termelési kapacitásait, további termék-, gyártás- és gyártmányfejlesztést valósít meg, intenzív marketing tevékenységre törekszik, valamint ki akarja elégíteni működőtőke igényét is. A növekedés két alszakaszra osztható, korai és késői növekedésre, melyek mindegyike már az intézményes kockázati tőke kedvelt terepe. A korai növekedésnél a finanszírozás célja a nagy volumenben történő gyártás/szolgáltatásnyújtás beindítása, míg a késői növekedésnél a már beindított tevékenység kiterjesztése a cél, például új, külföldi piacok meghódításával. A kockázat mérséklése érdekében, a kockázati tőke-befektetők a finanszírozást több körben valósítják meg. A tőkeigény az expanzíós fázisban már jelentős, 1-10 millió euró között mozog, a vállalkozás nyereségtermelő képessége pedig már megindul a késői növekedés során (MKME [2016], Osman [1996] és [2006]).

A vállalkozások érett életszakaszában végrehajtott befektetések leggyakoribb típusai a kivásárlási ügyletek, melynek során magánszemélyek és/vagy professzionális pénzügyi befektetők jelentős tulajdoni hányadot szereznek egy vállalkozásban átvéve ezzel annak ellenőrzését. A tulajdoni szerkezet tehát megváltozik, a befektetett tőkét pedig a vállalkozások hosszú távú stratégiai fejlesztésére, K+F-re, marketingre és beruházásra fordítják. A kivásárlások két leggyakoribb típusa a menedzseri kivásárlás („*management buy-out*”, *MBO*) és a menedzsmentbe való bevásárlás („*management buy-in*”, *MBI*). Az előbbi esetben a kivásárlás tárgyát jelentő vállalkozás menedzsmentje lesz az, aki külső tőkebefektető igénybevételével meghatározó részesedést vásárol a cégben, míg az utóbbinál egy külső vezetői csoport érkezik és a professzionális befektetők segítségével kivásárolja a vállalkozás korábbi tulajdonosait. Az ügyletek sajátossága, hogy mivel a befektetők érdeke az, hogy a menedzsment is legyen elkötelezett a cég sikerét illetően, így fontos, hogy ők is tulajdoni részesedéshez jussanak a kivásárlás során. Másik sajátosság, hogy a kivásárlási tranzakciók finanszírozása nem pusztán saját tőkével, hanem jelentős összegű bankhitel igénybevételével is történik, így ezeket az ügyleteket tőkeáttételes kivásárlásoknak („*leveraged buy-out*”, *LBO*) is hívják. A hitel használatának előnye, hogy ezáltal a befektetőknek több saját forrásuk marad további befektetések megvalósításához, másrészt pedig, mivel a hitel adósságszolgálatának fedezetéül a kivásárolt cég cash flow-ja szolgál, így ez fokozott pénzügyi fegyelemre kényszeríti a vállalkozás menedzsmentjét. Az *LBO* ügyletek a társaság működésének és tőkeszerkezetének átstrukturálásával, a belső folyamatok optimalizálásával gazdasági értéket tudnak teremteni, mely a befektető számára a kiszálláskor elérhető hozam emelkedésével csapódik le. A tipikus tranzakcióméret a kivásárlási ügyleteknél több millió eurótól egészen több milliárd euróig terjedhet. A kivásárlási ügyletek jellemzője, hogy a befektetők a cégérték növelését nem organikus módon, hanem további akvizíciók megvalósításával és a céltársaságba történő integrációjával oldják meg. Ilyenkor, a céltársaság tulajdonosi körének megváltoztatását érintő első befektetést a szakirodalom platformbefektetésnek hívja, a növekedés érdekében végrehajtott további akvizíciókat pedig kiegészítő („*add-on*”) befektetéseknek (Zsembery [2014], Kaplan és Strömberg [2009], Karsai [2002/b], MKME [2016], Osman [1996] és [2006], Wright et al. [1992]).

Speciális, a vállalati életpályához szorosan nem kapcsolódó kockázatitőke-befektetéseknek minősülő ügylettípusok közé tartozik a helyettesítő tőke vagy másodlagos finanszírozás biztosítása, amikor az eredeti kockázatitőke-befektető részesedését egy másik kockázatitőke-befektető veszi meg, a mentőöv célú finanszírozás („*turnaround*”), amikor a tőkebefektetés a nehézségekkel küzdő cég tevékenységének helyreállítására irányul, s végül az ún. áthidaló tőke („*bridge financing*”) biztosítása, melynek célja a vállalkozás tőzsdére lépésének elősegítése. Az ilyen típusú befektetések sajátossága, hogy a finanszírozás futamideje lényegesen rövidebb, 6-18 hónap, a befektető pedig nem törekszik többségi kontroll megszerzésére. A befektetés célja akvizíciók és nagyobb eszközberuházások megvalósítása annak érdekében, hogy a céltársaság cash flow termelő képessége a tőzsdéi bevezetésig növekedni tudjon. Ha a tőzsdére kerülés mégsem sikerülne, a befektetőknek megvan a lehetőségük arra, hogy részesedésüket hitellel konvertálják át, így elkerülhetővé válik számukra, hogy kisebbségi tulajdonosként benntaradjanak egy végül zártkörűen működő társaságba (Invest Europe [2015] és [2016], Zsembery [2014], MKME [2008] és [2016], Osman [1996] és [2006]).<sup>5</sup>

Gompers és Lerner (2001 és 2006), a kockázatitőke-befektetők működési modelljét mutatja be, egy kiindulási pontjába visszatérő ciklusként jellemezve azt. A modell felépítése szerint a folyamat a tőkegyűjtéssel kezdődik, melynek során az alapkezelők több körben, a kihelyezhető

<sup>5</sup> Mindezek mellett, az EVCA külön nevet használ azon ügylettípusokra, melyeknél a befektetést követően egy nyilvánosan jegyzett céget kivezetnek a tőzsdéről („*public to private deals*”), illetve azon ügyletekre is, melyeknél szintén tőzsdén jegyzett cégekbe történik a befektetés, de a tőzsdéi státusz a befektetést követően sem szűnik meg („*other public to private deals*” – „*other PIPE*”).

tőkét biztosító végbefektetők ígérvényei alapján felállítják zártvégű, fix futamidejű befektetési alapjaikat. A második szakasz a céltársaságok kiválasztását, a befektetési döntés meghozatalát, majd a tranzakciók megvalósítását foglalja magában, melyekkel doktori értekezésem 4. fejezete foglalkozik részletesen. A portfólió kialakítása után, a befektetők szoros ellenőrzés alatt tartják befektetéseiket, nyomonkövetik a cégek teljesítményének alakulását és törekednek arra, hogy a portfóliójuk értéke emelkedjen. A harmadik szakasz a kiszállás, hiszen a kockázatitőke-befektetők célja a hozamrealizálás, melyet árfolyamnyereség formájában tudnak elérni tulajdoni részesedéseik értékesítésével. Az exitek után a befektetőknek el kell számolniuk az alappal a végbefektetők felé, az őket megillető hozammal együtt. Amennyiben az alapkezelők sikeresen gazdálkodtak a rendelkezésükre bocsátott tőkével, és jelentős hozamot tudtak felmutatni a végbefektetőknek, nagy eséllyel lehetőséget kapnak egy újabb felállítására, mellyel a működés újabb ciklusa kezdődik el.

A kockázatitőke-befektetési folyamaton belül nagyon fontos szerepet játszanak a befektetésekből végrehajtott kiszállások, melyek sikeressége alapján a végbefektetők meg tudják ítélni az alapkezelők befektetési szakértelmét. Nem véletlen ezért, hogy a kockázatitőke-befektetők már a befektetési ügyletek megvalósításakor nagy hangsúlyt helyeznek annak mérlegelésére, hogy a befektetésük esetén a kiszállás hogyan lesz majd végrehajtható. Ezt támasztja alá az is, hogy a befektetők már a befektetési szerződéseikben rögzítenek számos olyan klauzult, melyekkel megkönnyíthetik, sőt kikényszeríthetik későbbi kilépésüket (Cumming, 2008). Az exit módja többféle is lehet, a leggyakoribb azonban a stratégiai vagy szakmai befektetőnek történő értékesítés és a tőzsdei bevezetés („*initial public offering*” – *IPO*). A szakmai befektetőnek történő eladásnál a vevő rendszerint ugyanabban az iparágban működik, mint a céltársaság és az eladó valamilyen szinergiát vár az akvizícióból. A kétféle kilépési mód közül a tőzsdei bevezetéssel érhető el a magasabb hozam, ami azzal magyarázható, hogy a részesedés értékesítése nem egyetlen vevőnek, hanem több befektetőnek történik egy külön erre szolgáló likvid tőkepiacon (Beckskyné és Biczók [2006], illetve Karsai [2012/a]).

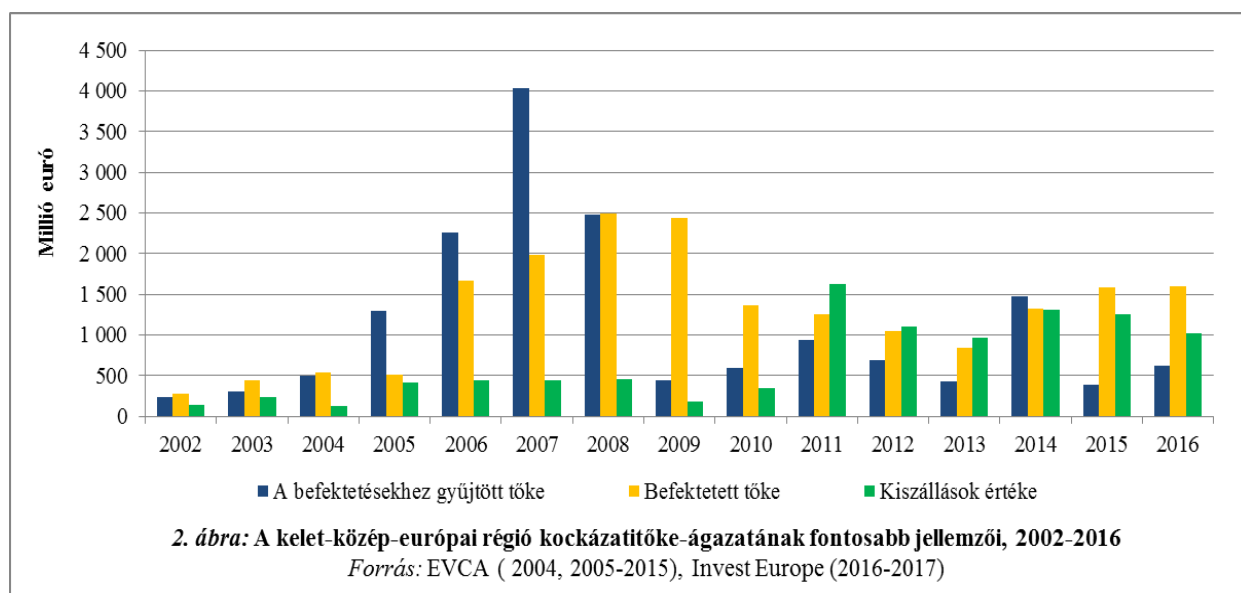
A kockázatitőke-ágazat keresleti oldalán azok a vállalkozások szerepelnek, melyek indulásukhoz, fejlesztési céljaik megvalósításához, illetve tevékenységük kiterjesztéséhez vagy épp átstrukturálásához keresnek külső, saját tőke típusú finanszírozást. Az MKME (2016) kézikönyve szerint, elsősorban azok a vállalkozások számíthatnak sikeres tőkbevonásra, melyek kiemelkedő növekedési és hozamkilátásokkal rendelkeznek, az eredeti tulajdonosok pedig el tudják fogadni azt, hogy a befektető belépésével át kell engedniük egy adott nagyságú tulajdoni részesedést vállalkozásukból, mely által a saját tulajdonosi kontrolljuk mértéke csökkenni fog. Zsembery (2014) szerint fontos még a vállalati működés átláthatósága (transzparencia), a jól kommunikálható és érthető üzleti modell és a szakmailag felkészült és elkötelezett menedzsment csapat. Nagyon kevés vállalkozás tud ugyanakkor megfelelni a kockázati tőke által támasztott elvárásoknak, melyet jól bizonyít Karsai (2011) azon megállapítása, mely szerint az 1989-2010-es időszakban Magyarországon, a kettős könyvvitelt vezető cégek számának mindössze 0,2%-a kapott kockázatitőke-finanszírozást. A keresleti oldal kockázatitőke befogadóképességét rontja a vállalkozók képzetlensége, a projektek alacsony nyereségpontenciálja és a befektető által már nem felvállalható túl magas finanszírozási kockázat (Szerb, 2006). A befektetők nagyon sok szempontot vizsgálnak meg annak eldöntéséhez, hogy valóban érdemesnek ítélnék meg egy befektetés megvalósítását. Ennek részleteibe saját kutatásom eredményei is betekintést engednek doktori értekezésem 4. fejezetében.

A könnyebb értelmezhetőség érdekében, az értekezés további részében egységesen a kockázati tőke kifejezést fogom használni az ágazat egészére, illetve a korai és az érett vállalati életszakaszban megvalósított befektetésekre vonatkozóan is. Amennyiben a befektetők vállalati életszakasz preferencia szerinti differenciálása fontos, úgy ezt külön jelezni fogom a befektető megfelelő életciklus preferenciájának (korai vagy érett) megjelölésével.



## 2.2. A kockázatitőke-befektetések szerepe Magyarországon

A kelet-közép-európai régió kockázatitőke-ágazatának fejlődése az 1990-es évek elejétől, a térséget alkotó országok piacgazdasági berendezkedésre történő áttérésével indulhatott meg. Az eddig eltelt több mint két és fél évtizedet a szakirodalom több szakaszra bontja, melyekből megállapítható a régió kockázatitőke-szektorának fokozatos kiépülése. A befektetésekhez rendelkezésre álló tőke bővülését mutatja, hogy az ezredfordulig a befektetési alapok mérete egyre nőtt, a kezdeti 50 millió dollárról 250-300 millió dollárra. Az ügyleteket tekintve a privatizációs lehetőségek fontos szerepet játszottak, először a vállalkozások expanzív (terjeszkedési) szakaszának finanszírozása indult meg, a 2000-es évek elején viszont már az induló vállalkozásokba, azon belül is elsősorban a technológiai cégekbe történő befektetések is nagyobb hangsúlyt kaptak. Az internet buborék kipukkanása után egy tisztulási folyamat indult meg az alapkezelők között, amit pedig ismét egy intenzív tőkegyűjtési szakasz követett, melynek eredményeként a befektetésekre allokált források összege 2007-re elérte a 4 milliárd eurót (2. ábra). A régió iránti befektetői bizalom növekedéséhez nagymértékben hozzájárult a kelet-közép-európai országok Európai Unióhoz való csatlakozása, valamint a fejlett országok kockázatitőke-piacában rejlő alacsonyabb hozampotenciál, ami szintén arra ösztönözte a befektetőket, hogy forrásaikat a kelet-közép-európai térségben helyezték ki (Karsai, 2011, 2009 és 2006/a).



A tőkegyűjtés mellett, a befektetett tőke értéke is jelentősen emelkedni kezdett, 2006-ban ugyanis a kelet-közép-európai régióban befektetett kockázati tőke értéke meghaladta az 1,6 milliárd eurót, ami az előző évi érték több mint kétszerese volt. A dinamizmus egészen 2008-ig kitartott, mely időszak alatt a tőkebefektetések értéke 19, majd 26%-kal emelkedett, megközelítve a 2,5 milliárd eurót. A tranzakciók szempontjából a legfontosabb piacoknak a cseh, a lengyel és a magyar számított, a befektetések értékét pedig elsősorban a nagyértékű kivásárlási tranzakciók határozták meg. A kelet-közép-európai régió súlya 2008-ra már 4,8%-ot képviselt a teljes európai kockázatitőke-befektetési piacból, ami aztán 2009-re 11%-osra emelkedett bizonyítva ezzel azt, hogy ami a tőkekihelyezéseket illeti, a 2008-2009-es pénzügyi és gazdasági válság az öreg kontinensen hamarabb érezte a hatását, mint a régióban.<sup>6</sup>

<sup>6</sup> Az EVCA adatai szerint az Európában megvalósított kockázatitőke-befektetések értéke 2009-ben már 57%-kal csökkent, miközben a kelet-közép-európai régióban még gyakorlatilag stagnált (EVCA, 2005-2014)

A recesszió a kelet-közép-európai régiót tekintve először a tőkegyűjtési kedv visszaesésében érezte hatását. Ennek jelei már 2007 második felében megmutatkoztak, innentől kezdve ugyanis a közép-európai térségbe vetett befektetői bizalom jelentősen apadni kezdett.<sup>7</sup> Noha a befektetések értéke 2009-ben még nem esett vissza, az ügyletek száma drasztikusan csökkent, a 2008-as 211-ről 130-ra (EVCA, 2005-2014). Mindeközben a tágabb értelemben vett régióban, a vállalatfelvásárlási és akvizíciós piac már 2009-ben is a befektetés kedv megrendülését mutatta. A nemzetközi BDO tanácsadó cég adatai szerint ugyanis 2009 első negyedében a megvalósított tranzakciók összértéke 6 milliárd dollárt tett ki, ami több mint 57%-kal maradt el a megelőző év azonos időszakához képest (BDO, 2014).<sup>8</sup> A térség országaiban a belső kereslet zuhanása mellett, a válságot mélyítette a külföldről érkező működőtőke-beáramlás visszaesése, valamint a hitelezési lehetőségek beszűkülése is, ami főleg a nagyobb finanszírozási igényű kivásárlási tranzakciókra volt negatív hatással (Karsai, 2011).

A kelet-közép-európai régió kockázati tőke-piacának helyzete 2010-et követően sem javult számottevően, a befektetések összértéke 2013-ig folyamatosan csökkent, mely elsősorban annak volt betudható, hogy ebben az időszakban nem került sor több, nagyobb értékű kivásárlási tranzakcióra. A térségbe vetett befektetői bizalom bizonytalanságát jól mutatja, hogy 2009 és 2013 között, a régióbeli befektetésekre specializálódott kockázati tőke-alapok által gyűjtött tőke több mint 60%-a nem magán, hanem állami (vagy Európai Unió) forrásokból származott. A régió megítélésének változására utalt, hogy a kockázati tőke-befektetésekreallokált tőke volumene 2014-ben megközelítette az 1,5 milliárd eurót, ami 2008 óta a legmagasabb érték volt és a régió súlya ismét elérte az Európában mért tőkegyűjtési volumen 3%-át. Ezzel párhuzamosan a befektetői aktivitás is élénkülni kezdett, a befektetett tőke nagysága 2014-ben 57%-kal 1,3 milliárd euróra nőtt, majd 2015-2016-ban elérte az 1,6 milliárd eurót (2. ábra). A befektetések típusát tekintve az expanziós szakasz finanszírozása került előtérbe a 2010-2013-as időszakban, míg a nagyobb értékű kivásárlási tranzakciók csak 2014-től vették át ismét a meghatározó szerepet (Karsai, [2014/a], EVCA, [2005-2014] és Invest Europe [2016-2017]).

A 2. ábra nagyon jól szemlélteti a kockázati tőke-ágazat ciklikus működését. Látható, hogy a 2002-2016-os időszakban először a tőkegyűjtés alakulására helyeződött a hangsúly, majd ezzel párhuzamosan 2006-tól a befektetések is elindultak. Végezetül, a 2011-2016-os időszakot inkább már a kiszállások jellemezték, melyek értéke 2011-ben volt a legmagasabb, meghaladva az 1,5 milliárd eurót. Az exitek típusai közül főleg a szakmai befektetőknek és a más kockázati tőke-befektetőknek történő értékesítések domináltak, a tőzsdéi kiszállások jelentősége kisebb volt. A régió részaránya az európai kontinensen végrehajtott kilépések értékéből 2011-2012-ben 4,7-5%-ot ért el, mely aztán a 2014-2016-os időszakra 3% körüli szintre esett vissza (Invest Europe 2016-2017).

Ami a kelet-közép-európai régió kockázati tőke-piacával kapcsolatos kilátásokat illeti, pozitív fejlemény, hogy a Deloitte legfrissebb közép-európai kockázati tőke-ágazatra vonatkozó felmérése szerint, a szakemberek növekvő befektetési aktivitásra számítanak a közeljövőben, a megkérdezettek 63%-ánál pedig erősebb a vásárlási vagy befektetési szándék, mint az eladási (Deloitte, 2017). Hasonló megállapításokra jutott a Wolf Theiss (2017) felmérése is, ahol a 150 résztvevő 98%-a állította azt, hogy nagyon valószínű számára, hogy újabb befektetéseket fog végrehajtani a kelet-közép-európai régióban. A legvonzóbb befektetési célterületek közé

<sup>7</sup> A közép-európai régióba vetett befektetői bizalom visszaesését jól mutatja a Deloitte nemzetközi tanácsadó cég által megalkotott és 2003 óta rendszeresen publikált kockázati tőke-bizalmi index alakulása, mely a közép-európai régió iránt érdeklődő kockázati tőke-befektetők várakozásait tükröző kérdőíves felmérésen alapul. Az index értéke a 2007 áprilisában mért 159 pontos csúcsról 2007 októberére már 118, egy évre rá viszont már 48 pontra süllyedt le (Deloitte, 2014).

<sup>8</sup> A BDO által készített elemzésben nemcsak a kelet-közép-európai régió országai, hanem a Független Államok Közösségét (CIS, Commonwealth of Independent States) alkotó országok is beletartoztak.

Ausztria, Csehország és Lengyelország tartozik, melyet a szakértők az üzletkötés könnyebbségével, a növekvő fogyasztói kereslettel és a gyorsabb GDP növekedéssel magyaráznak. Árnyalják a képet ugyanakkor a régió korlátozott exitlehetőségei, az alulfejlett tőkepiacok, a tőzsdék alacsony likviditása, a jó projektek hiánya, a túlzott függőség a kormányzati és EU-s forrásoktól, valamint a bizonyos területeken (pl.: munkajog) érvényesülő túl szigorú törvényi szabályozás. A Roland Berger (2016-2017) tanácsadó cég a teljes Európára vonatkozóan növekvő kockázatitőke-befektetési aktivitást prognosztizál, melyen belül a kelet-közép-európai térségre 1,5-1,8%-os mértékű élénkülésre számít. Megemlíti ugyanakkor, hogy a politikai stabilitás kérdése fogja a legjobban meghatározni a tényleges befektetési környezetet, melynek szempontjából a Brexit, az új amerikai elnöki politika, valamint a franciaországi és német választások inkább a bizonytalanság emelkedését eredményezhetik.

A magyarországi kockázatitőke-ágazat kelet-közép-európai régióban betöltött súlyának megítélésre nyújt lehetőséget a GDP-arányos kockázatitőke-befektetések értékeinek összehasonlítása a régió más országainak hasonló mutatóival. Az 1. táblázat alapján látható, hogy Magyarország 2005-ben és 2006-ban is az igen előkelő első helyet foglalta el a térségben, sőt ha az EVCA adatait még ennél is korábbról nézzük, akkor kiderül, hogy Magyarország 2002 és 2006 között végig vagy az első vagy a második helyen szerepelt (EVCA, 2004). 2007-től azonban már változott a helyzet, Magyarország kikerült az élvonalból és az elkövetkező öt évben a GDP-arányos kockázatitőke-befektetésekkel csak 2008-ban és 2011-ben tudott ismét dobogóra állni. Az ágazat 2012-2014-es teljesítménye pedig csak a 4-5. helyre volt elegendő, majd a 2015-ös átmeneti erősödés után a 2016-os befektetési aktivitással Magyarország már csak a 10. helyre szorult vissza. Érdeemes megfigyelni a lengyel piac előretörését, mely a 2010-2013-as időszakban, sőt 2015-ben is végig a dobogós helyek valamelyikét foglalta el. A kelet-közép-európai régió viszonylatában élvonalba került Észtország és Szerbia is, utóbbi 2014-2015-ben egyaránt az első helyen szerepelt. További érdekesség, hogy a Magyarországra érvényes mutató 2002 és 2008 között minden évben meghaladta a teljes kelet-közép-európai térségre jellemző átlagot, 2009 volt az első év, amikor elmaradt attól.<sup>9</sup>

Fontos azonban megjegyezni, hogy a GDP-arányos befektetési érték mutatók nem feltétlenül tükrözik megbízhatóan egy ország kockázatitőke-piacának fejlettségét vagy aktivitását. A GDP-arányos befektetett tőke, , ugyanis tartalmazza a kivásárlási tranzakciók során befektetett tőkét is, mely mögött viszont sokszor csak egy-egy nagyobb értékű ügylet húzódik meg. Ebből adódóan a befektetett tőke összege hiába tekinthető jelentősnek, a GDP-arányos befektetési érték pedig magasnak, a relatíve kis számú tranzakció miatt mégsem lehet azt állítani, hogy az adott ország aktív kockázatitőke-ágazattal rendelkezik, melyben a korai fázisú ügyletek finanszírozása is nagy hangsúlyt kap. . Ha csak a klasszikus kockázatitőke-befektetéseket (magvető, start-up és korai növekedés) vizsgáljuk, Magyarország továbbra is kedvező regionális helyzetben volt az elmúlt időszakban. Különösen igaz ez a 2011-2012-es években, ekkor ugyanis a JEREMIE-programnak köszönhetően jelentősen fellendültek a korai fázisban végrehajtott befektetések, ami miatt az ilyen típusú tranzakciók GDP-hez viszonyított értéke Magyarországon 5-8-szor akkora volt, mint a teljes kelet-közép-európai régióra jellemző hasonló érték. Ugyanez a pozíció, ha nem is ennyire dominánsan, de a 2013-2016-os időszakban is fennmaradt, ekkor a magyarországi korai fázisú ügyletek értékének GDP-hez viszonyított aránya átlagosan 3,5-szer haladta meg a régióra jellemző hasonló értéket (EVCA, [2005-2014] és Invest Europe [2016-2017] alapján).<sup>10</sup>

<sup>9</sup> Az EVCA adatai szerint 2009-ben a teljes kelet-közép-európai régióban megvalósított kockázatitőke-befektetések GDP-arányos értéke 0,241% volt, míg a Magyarországra vonatkozó adat 0,223%. Ezt követően 2010 és 2016 között a régiós átlag háromszor, 2010-ben, 2013-ban és 2016-ban haladta meg a magyarországi átlagokat (EVCA, 2011-2016).

<sup>10</sup> Szintén a JEREMIE program hatásának köszönhetően 2014-ben a Magyarországon végrehajtott klasszikus kockázatitőke-befektetések GDP-hez viszonyított 0,029%-os értéke meghaladta az egész európai unióra érvényes átlagot, ami 0,024% volt (EVCA, 2014).

**1. táblázat: A kelet-közép-európai országok helyezése a GDP-arányos kockázati-tőke-befektetések értéke alapján, 2005-2016**

Megnevezés	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Bosznia-Hercegovina	2	9	15	13	9	15	14	14	15	n.a.	n.a.	n.a.
Bulgária	13	3	1	5	2	2	12	1	11	12	6	11
Cseh Köztársaság	4	2	10	3	1	5	4	7	4	3	13	8
Észtország	3	12	7	10	11	4	8	4	1	2	7	2
Horvátország	12	11	14	7	8	11	10	6	9	7	10	7
Lengyelország	9	6	11	9	7	3	2	3	2	8	2	4
Lettország	7	14	12	4	12	10	3	11	8	5	4	6
Litvánia	6	8	3	15	13	14	5	9	6	6	5	1
Macedónia	n. a.	14	6	15	5	15	14	14	3	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Magyarország</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>9</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>8</b>	<b>1</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>10</b>
Moldova	n. a.	n. a.	4	15	15	1	11	14	10	n.a.	n.a.	n.a.
Montenegró	n. a.	13	16	1	15	15	14	14	15	n.a.	n.a.	n.a.
Románia	5	7	5	8	6	6	7	10	7	9	8	9
Szerbia	10	5	2	11	15	9	14	12	7	1	1	5
Szlovákia	8	10	13	12	14	12	13	2	14	11	11	12
Szlovénia	11	4	15	14	3	13	9	13	13	10	9	3
Ukrajna	n. a.	n. a.	8	6	10	7	6	8	12	13	12	13

*Forrás:* EVCA (2004, 2005-2014) és Invest Europe (2016-2017) alapján saját összeállítás.

Függetlenül attól, hogy a többi kelet-közép-európai országhoz hasonlóan Magyarországon is az az 1980-as évek végén, 1990-es évek elején jelent meg a kockázati tőke, az ágazatról kiterjedt és rendszeres adatgyűjtés ekkor még nem indult meg. A kínálati oldalon fellelhető szereplők kis száma mellett, a tájékozódást nehezítette magának a tevékenységnek a jellege is, a befektetők ugyanis nem szívesen osztották meg bizalmas befektetési-üzleti adataikat a közvéleménnyel és versenytársaikkal. A kezdeti időkben főleg az üzleti sajtóból lehetett tájékozódni a befektetési ügyletekről, az adatok gyűjtését pedig a külön erre a szakterületre specializálódott szervezet, a Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület (MKME)<sup>11</sup> végezte a Magyar Tudományos Akadémia Közgazdaságtudományi Kutatóközpontjával együttműködve (Karsai, 1999).

A kockázati-tőke-ágazatról készült első felmérés az 1990-es évek közepén született, eszerint a Magyarországon befektetett kockázati tőke nagysága 250 millió dollárnak felelt meg, mely kiegészült még további 150 millió dollár kihelyezésére vonatkozó kötelezettségvállalással is. A felmérések folytatásaként az 1995-1998-as időszak befektetési aktivitásáról már egy kiterjedt adatbázis készült, mely összesen 99 befektetési és 35 tőke kivonási ügylet adatait regisztrálta, melyekben 23 finanszírozó szervezet vett részt. A kutatás szerint a magyarországi kockázati-tőke-befektetésekhezallokált tőke értéke 1998 végére 1,2 milliárd dollárt tett ki, melyből a teljes befektetett tőkeállomány 760 milliárd dollárnak felelt meg. A vizsgált időszakban évente átlagosan 22 tranzakcióra került sor, az átlagos befektetési méret pedig 650 millió Ft volt. A kockázati tőkében részesült vállalkozások jellemző árbevétele 5 milliárd Ft körül alakult, alkalmazotti létszámuk pedig meghaladta az 500 főt, amiből következik, hogy ebben az időszakban a befektetők által kedvelt vállalati életszakasz az expanzió finanszírozása volt. A kapott forrást a vállalkozások gyakran reorganizációs célokra használták fel, a preferált szakágazatok közé pedig a hagyományos szektorok (pl.: fogyasztási cikkek gyártása, gépipar és szolgáltatások) tartoztak. A kutatás következtetései szerint már az 1990-es évek végére erős

<sup>11</sup> Az egyesület korábbi hivatalos neve: Magyar Kockázati Tőke Egyesület (MKTE).

kockázatitőke-ágazat jött létre Magyarországon, mely ugyanakkor jelentősen függött a külföldi tőkéktől, s ezen keresztül az ország nemzetközi tőkeáramlásban betöltött pozíciójától. Az állam már ekkor is fontos szerepet töltött be a kockázatitőke-piacon, hiszen egyrészt a privatizáció révén befektetési lehetőségeket kínált az ágazat szereplői számára, másrészt saját szervezetein keresztül maga is közvetlen tőkefinanszírozást nyújtott, melyek célja kezdetben a konszolidáció és reorganizáció elősegítése volt (Borszéki, 2004 és Karsai, 1999).

A következő kiterjedt ágazati felmérésre 2005-ben került sor, amikor az MKME a magyarországi kockázatitőke-ágazat 1989 és 2004 közötti fejlődését vizsgálta. A kutatás összesen 73, a magyar piac iránt is érdeklődő befektetési alap tevékenységét regisztrálta, melyek az 1989-2004-es időszakban összesen 6,2 milliárd dollárnyi forrást kezeltek, amiből kb. 2,6 milliárd dollárt szántak magyarországi befektetésekre. Az alapok 269 tranzakció keretében 1,1 milliárd dollárt fektettek be és 143 exitet valósítottak meg, melyek összértéke 0,5 milliárd dollár volt. A kutatás arra is rávilágított, hogy az évente kockázatitőke-befektetési céllal beáramló tőke az adott évi összes közvetlen külföldi tőkebefektetés (FDI) 2-4%-át adta (Karsai, 2006/b).

Az MKME 2011-ben frissítette a felmérést és a vizsgált időszakot kitolta egészen 2010-ig, mellyel a magyarországi kockázatitőke-piac két évtizedes fejlődését lehetett nyomon követni.<sup>12</sup> A felmérésben 126 befektetési alap vett részt, melyek több mint 20 milliárd dollár tőkét kezeltek, amiből magyarországi befektetésekre kb. 8 milliárd dollárt szántak. Az alapkezelők 1989 és 2010 között közel 420 tranzakciót hajtottak végre, melyek keretében összesen 3,7 milliárd dollárt fektettek be magyarországi székhelyű vállalkozásokba. A végrehajtott kiszállások száma 180-nak felelt meg, könyv szerinti összértékük pedig 900 millió dollár (Karsai, 2011).

2008-tól a hivatalos adatgyűjtést a teljes európai kockázati- és magántőke-ágazat szakmai képviselőjét ellátó szervezet, az Európai Kockázati- és Magántőke Egyesület (EVCA – European Private Equity and Venture Capital Association<sup>13</sup>) vette át, mely 2003-ban külön a kelet-közép-európai térség ágazatának vizsgálatához létrehozott egy önálló szakértő csoportot is EVCA Central and Eastern European Task Force néven (Karsai, 2012/a). Jelen alfejezet további részében ismertetett statisztikai adatok nagyrészt ennek a munkacsoportnak a nyilvánosságra hozott adatgyűjtéséből származnak.

A kockázatitőke-befektetésekhöz gyűjtött tőke tekintetében az ágazati elemzéssel foglalkozó kutatások megjegyzik, hogy a magyarországi kockázatitőke-piac tőkeellátottsága elsősorban külföldi forrásoktól függ. Az elmúlt több mint 25 év során a tőkeallokáció nem volt egyenletes, csúcsidezőkora 1991-ben, 1998-ban, de főleg az Európai Unióhoz való csatlakozás után, 2005 és 2008 között került sor. A gyűjtött tőke volumene 2005-ben elérte az 1 milliárd eurót, ami 2-szer akkora volt, mint a megelőző évi érték. Ez még tovább tudott nőni 2007-re, ekkor ugyanis a kockázatitőke-befektetésekhöz rendelkezésre álló források szintje meghaladta a 3 milliárd eurót (Karsai, [2006/b] és HVCA, [2010]). A tőkegyűjtés fellendülésében főleg a regionális alapoknak volt szerepük, melyek jelentős volumenű friss forrást allokáltak az egész kelet-közép-európai régióban végrehajtandó befektetésekhöz. A térségbe is begyűrűző válság miatt 2008 után visszaesett a tőkegyűjtési kedv, az elhúzódó recessziós hangulatot pedig jól tükrözi, hogy 2011-2012-ben nem is érkezett friss tőke Magyarországra. A 2013-ban allokált 15 millió eurónyi tőke is hazai forrásból származott, ami arra utal, hogy a külföldi, elsősorban intézményi befektetők szemében csökkent a régió, és így Magyarország vonzereje is (2. táblázat). A helyzet 2014-ben és 2015-ben sem változott érdemben, az EY tanácsadó cég ugyanis nem regisztrált tőkegyűjtést ezekben az években. Végül, 2016-ban az ágazat tőkekínálati oldalán az állam avatkozott be

<sup>12</sup> Az 1989-2010-es időszakot lefedő vizsgálat eredményei a Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület 2011-ben megjelent 20 éves jubileumi évkönyvében is megtalálhatók (HVCA, 2011).

<sup>13</sup> Az Európai Kockázati- és Magántőke Egyesület hivatalos neve 2015. október 1-től: Invest Europe.

jelentősen, amikor mintegy 74 milliárd Ft-nyi friss tőkeinjekció biztosításáról döntött (EY, [2014-2015] és Karsai [2017]).<sup>14</sup>

**2. táblázat: A magyarországi kockázatitőke-befektetésekhez allokkált friss tőke értéke, 2008-2013 (ezer euró)**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Magyarországi	100 000	21 370	29 590	0	0	14 710
Európai Unió (Magyarország nélkül)	0	0	83 650	0	0	0
Európai Unión kívüli	0	13 750	0	0	0	0
Egyéb nem ismert eredetű	0	0	20 450	0	0	0
<b>Összes friss forrás</b>	<b>100 000</b>	<b>35 120</b>	<b>133 690</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>14 710</b>

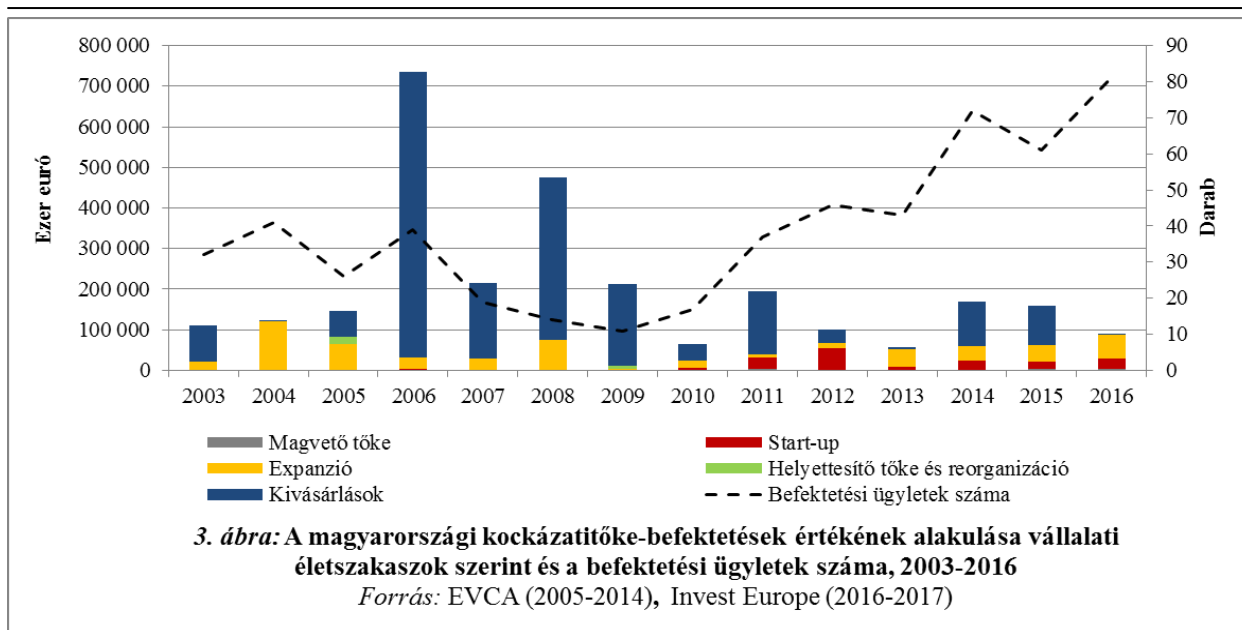
Forrás: EVCA (2014)

Az elmúlt két és fél évtizedre jellemző volt, hogy a magyarországi kockázatitőke-befektetésekhez allokkált tőke nagy része bankoktól vagy kormányzati-pénzügyi szervezetektől (beleértve a nemzetközi, multilaterális szervezeteket is) származott, a nyugdíjalapok, biztosítók és más intézményi befektetők szerepe marginális volt. Az ágazat tőkeellátottsága szempontjából kedvezőnek számított, hogy 2006 januárjától a kormányzat, az akkor még működő magánnyugdíjpénztárak számára is lehetővé tette, hogy az általuk kezelt vagyon maximum öt százalékát magántőke-alapokba fektessék. Később ugyan a szabályozás ezen a feltételen még tovább szigorított, ám a pénztárak tevékenységét ellehetetlenítő 2010-2011-es állami intézkedések miatt ez a fajta forrástípus végleg eltűnt a magyarországi kockázatitőke-piacról (Karsai [2006/b], [2010/a], [2012/a] és [2014/a]).<sup>15</sup>

Hasonlóan a gyűjtött tőkéhez, a kockázatitőke-befektetések alakulása sem mutatott egyenes tendenciát Magyarországon. Az ágazat szereplőinek megjelenése után el kellett telnie pár évnek, míg az első befektetések megvalósultak, melyek akkor még főképp privatizációs és reorganizációs (turnaround) ügyletek voltak. Ezt követően az 1990-es évek nagy részében és a 2000-es évek elején az expanzió, vagyis a vállalkozások terjeszkedési törekvéseinek finanszírozása került előtérbe, majd 2003-2011 között inkább már az érett életszakaszban lévő, a vállalkozások profiltisztítását vagy átszervezését érintő kivásárlások határozták meg az adott évi befektetések értékét. Ezen tranzakciókra jellemző, hogy igen magas fajlagos ügyletértéket képviselnek, 2006-ban például 3 kivásárlásra került sor, ezek összértéke viszont az adott évi teljes befektetési érték közel 96%-át adták (702 millió euró), átlagos értékük pedig meghaladta a 230 millió eurót (3. ábra). A nagyobb összegű befektetéseket kedvelő regionális alapok térnyerésének köszönhető kivásárlások előretörését mutatja az átlagos befektetési ügyletérték meredek emelkedése is, mely 2003-ban még 3,5 millió euró, 2008-ban viszont már 34 millió euró volt (Borszéki, [2004], Karsai, [2012/a] és EVCA [2005-2014]).

<sup>14</sup> Jóllehet, 2014-ben a teljes kelet-közép- és délkelet-európai régió iránt érdeklődő magántőkealapok által gyűjtött tőke 100 millió eurónak felelt meg (VG.hu, 2015).

<sup>15</sup> A megváltozott szabályozási körülmények ellenére, az MTA Közgazdaságtudományi Intézete által 2009-ben készített felmérés egy bizakodó jövőbeli képet vetített előre a Magyarországon működő magánnyugdíjpénztárak és kockázatitőke-alapok együttműködéséről. A kutatásban résztvevő 12 nyugdíjpénztár 2/3-a ugyanis vagy már rendelkezett kockázatitőke-befektetéssel vagy már tervezte annak végrehajtását (Karsai, 2010/b).



A válságot követő befektetési kedv visszaszorulását mutatja, hogy 2009-ben és 2010-ben is a befektetett tőke nagysága jelentős mértékben csökkent az előző évekhez képest és míg 2008-ban a tőkebefektetések értéke meghaladta a 476 millió eurót, addig 2010-ben alig volt több 65 millió eurónál (55, majd 70%-os zuhanás). A befektetési hangulaton némileg javított a 2009-2010-ben elindult JEREMIE program, melynek köszönhetően 2012-ben és 2013-ban a start-up jellegű, illetve újra az expanziós szakaszban lévő befektetések megvalósítása került előtérbe. Az ügyletek száma 2010 után meredeken emelkedett, ami szintén arra utalt, hogy a befektetők sok kisebb, a fejlődésük korai fázisában tartó céget finanszíroztak (3. ábra). A kivásárlási tranzakciók 2014-ben és 2015-ben képviseltek újra komolyabb értéket úgy, hogy a teljes befektetett tőkeérték 65 és 60%-át adták.<sup>16</sup> Ezt követően azonban ismét a start-up és az expanziós ügyletek kerültek előtérbe 2016-ban, összesített értékük pedig meghaladta a 88 millió eurót, a 81 darab<sup>17</sup> tranzakcióval pedig az átlagos ügyletérték alig haladta meg az 1 millió eurót. Ami a finanszírozott cégek tevékenységét illeti, a legkedveltebb szakágazatok, a befektetések számát tekintve az üzleti és ipari szolgáltatások, a kommunikáció és a fogyasztási cikkek előállításai voltak, míg a kihelyezett tőke volumene alapján az üzleti és ipari szolgáltatások, az IT, a vegyipar, a gyógyászat/egészségügy, valamint a kommunikáció számítottak preferált területeknek (EVCA, [2014], EY [2015-2016], Invest Europe [2016-2017], Karsai, [2012/a]).

2017 első negyedében 14 kockázati tőke-befektetési ügylet zárására került sor, melyek összértéke meghaladta a 2,5 milliárd Ft-ot (kb. 8 millió euró). A befektetett tőke több mint 85%-a a start-up fázisban lévő vállalkozásokba irányult, a legkedveltebb szektoroknak pedig az üzleti és ipari termékek előállításával, a számítástechnikai és fogyasztási elektronikai cikkek gyártásával, valamint a fogyasztói szolgáltatások nyújtásával foglalkozó cégeket tömörítő szektorok számítottak EY (2017/a és 2017/b).

Az ágazati elemzések szerint, a magyarországi kockázati tőke-piacon végrehajtott első exitek csak jelentős késéssel tudták követni a befektetéseket, ami ugyanakkor értelemszerű, hisz annak érdekében, hogy a befektetők megfelelő hozammal tudjanak kiszállni portfóliócégeikből, egy

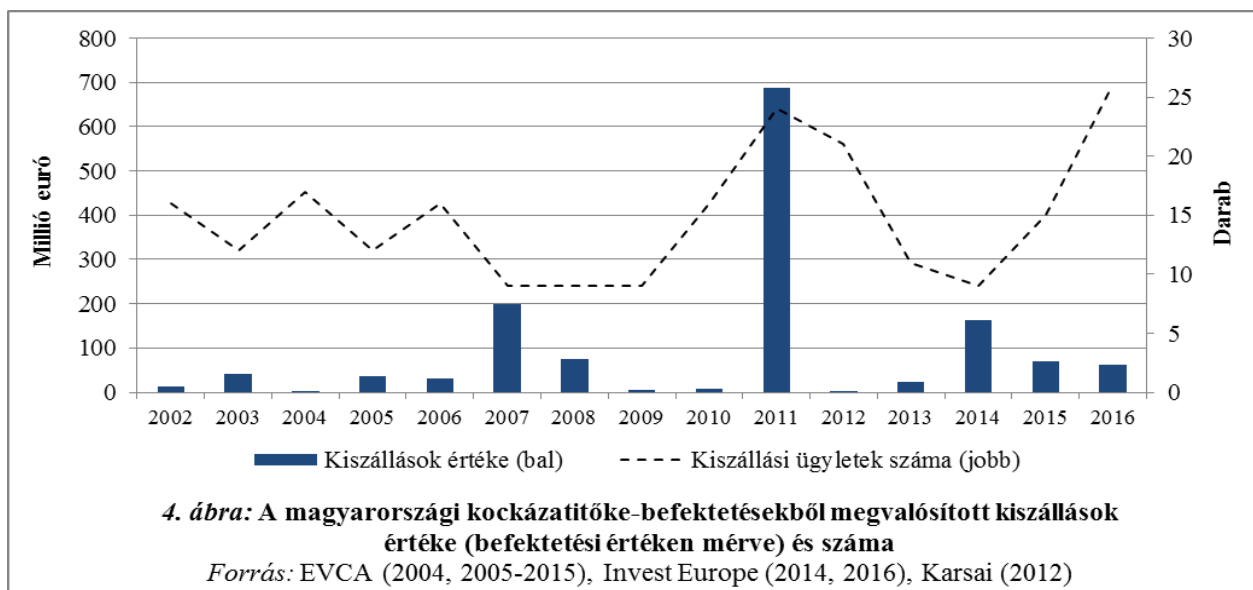
<sup>16</sup> Iparági szakértők kifejezetten kedvezőnek ítélték meg a befektetési feltételeket Magyarországon 2015 elején, melyet a befektetést kereső cégek alacsony árazásával, a helyi humántőke magas színvonalával és a bankhitelek beszűkülésével és a teljes kelet-közép-európai régióban rejlő gazdasági növekedési potenciállal magyaráztak (VG.hu, [2015] és news4business.hu, [2015]).

<sup>17</sup> Az EVCA (2005-2014) és az Invest Europe (2016-2017) adatai szerint, a 81 kockázati tőke-befektetési tranzakció rekordmennyiségnek számít Magyarországon, melytől nem kis mértékben marad el 2014 és 2015 sem, az akkor regisztrált 72 és 61 tranzakció miatt.



több éves tartási perióduson keresztül dolgozniuk kell befektetéseik értégyarapodásán. Az első exitekre 1993-ban került sor, melyet ezután több csúcsev is követett 1995-ben, 1999-ben és 2007-ben. Az 1989 és 2010-es időszakot tekintve a legfontosabb kilépési mód egyértelműen a szakmai befektetőknek történő értékesítés volt, mely az összes exit értékének 2/3-át, darabszámának pedig 1/3-át adta (Karsai, [2006/b] és Karsai, [2012/a]).<sup>18</sup>

A pénzügyi válság miatt 2009-ben és 2010-ben gyakorlatilag nem volt exit Magyarországon, a befektetők inkább saját portfóliójuk kezelésére fordították idejüket, 2011-ben viszont a kiszállások értéke Magyarországon rekordösszeget ért el a maga 687 millió eurós összegével, melynek 98,8%-át ugyanakkor csak egyetlen vegyipari eladási ügylet adta.<sup>19</sup> Ezen tranzakciót leszámítva ugyanakkor az exitpiac meglehetősen gyenge volt, a befektetők ugyanis bár megvalósítottak összesen 23 ügyletet, ám ezek összértéke – bekerülési értéken számolva – csak 8,2 millió eurónak felelt meg. Jelentős javulás 2012-2013-ban sem történt, ebben az időszakban ugyanis az összes exit értéke 3 és 24 millió euró volt, kilépési tranzakciókból viszont 21-re majd 11-re került sor. Bár az ügyletek száma 2014-ben visszaesett, ezt követően ismét emelkedésnek indult, s 2016-ra elérte a 26-ot (4. ábra). A magas tranzakciószám és alacsony ügyletérték arra utal, hogy a kilépések többsége a korábbi menedzsment-tulajdonosok általi visszavásárlások formájában valósult meg, melyek ugyanakkor általában nagyon alacsony árazásúak és így a befektetők számára sem hordoz jelentős hozampotenciált. A menedzsment által megvalósított kivásárlások pedig arra utalnak, hogy az eladói oldalon inkább állami vagy hibrid tőkealapokat kezelő befektetők álltak.



A kockázati tőke-piac működésébe történő állami beavatkozás okait a szakirodalom a piaci mechanizmus tökéletlenségének csökkentésére, valamint a beavatkozással elérhető pozitív externáliák elősegítésére vezeti vissza. Piaci elégtelenség a kockázati tőke-piacon azért létezik, mert a magánszféra nem biztosít elegendő forrást a korai életszakaszban lévő, induló vállalkozások részére, ami miatt az iparágban egy ún. tőkerés keletkezik.<sup>20</sup> Ebben az értelemben

<sup>18</sup> Fontos megjegyezni, hogy a kockázati tőke-befektetésekből megvalósított kiszállások értékét a statisztikai tanulmányok és elemzések nem az eredeti exitértékükön, hanem azok bekerülési értékén tartják nyilván. Ennek oka az adatok bizalmas jellegéből adódik.

<sup>19</sup> 2011-ben a kínai Wanhua Industrial Group irányító részesedét szerzett a BorsodChem Zrt. felett, amikor vételi opciójának lehívásával megvásárolta a Permira és a Vienna Capital Partners kockázati tőke-befektető társaságok által birtokolt maradék részesedéseket. A két befektető cég 2006 óta vett részt a BorsodChem Zrt. restrukturálásában és fejlesztésében (Karsai, 2012/b).

<sup>20</sup> A nemzetközi szakirodalmi források szerint – elősorban az Amerikai Egyesült Államok területére vonatkoztatva – egyszerre két tőkerés is létezik a kockázati tőke-piacon, az egyik a 100 ezer és 2 millió dollár közötti, a másik pedig



az állam feladata lenne az, hogy felkeltse a magánbefektetők érdeklődését és forrásait e vállalati szegmens felé terelje. Mindez pozitív externáliához vezet, hiszen a fiatal cégek finanszírozása elősegíti a gazdasági növekedést és új munkahelyek teremtését, ami közös társadalmi érdek. Az állami beavatkozás történhet közvetlenül és közvetve is, előbbi esetében a kormányzat a saját maga által létrehozott befektető társaságokon/alapokon keresztül biztosít finanszírozást az általa preferált vállalati körnek, míg utóbbi esetben az állam a szabályozói oldalon lép fel és különféle törvényekkel, intézkedésekkel a kockázattitőke-ágazat működési környezetét befolyásolja (Karsai, [2002/a], [2004], [2014/b], [2017]).

A kormányzat a magyarországi kockázattitőke-piac működésébe direkt és indirekt eszközökkel egyaránt beavatkozott. Az indirekt lépések közé tartozott az 1998-as kockázattitőke-törvény<sup>21</sup> hatályba léptetése, mely ugyan szigorú előírásai miatt az iparági szereplők számára alkalmazhatatlan volt, de elsőként hozta létre a kockázattitőke-alapok és társaságok jogi formáját. A kockázattitőke-alapokra érvényes szabályozás később a 2006. januárjában hatályba lépő, tőkepiacról szóló törvény módosításába<sup>22</sup> került át, ami már több ponton is enyhítette az addig érvényben lévő szabályozás merev előírásait. Nagy előrelépés volt ugyanakkor, hogy az új törvényt módosításhoz kapcsolt kormányrendeletek<sup>23</sup> jogilag lehetővé tette a magyarországi intézményi befektetők (nyugdíjpénztárak és biztosítók) számára, hogy az általuk kezelt vagyon minimális részét kockázattitőke-alapok által kibocsátott kockázattitőkealap-jegyekbe fektessék. Ezzel a jogi lépéssel lehetővé vált az, hogy a magyarországi kockázattitőke-piac forrásellátásába a hazai megtakarítások is bekapcsolódjanak. Az újítás azonban nem tudott igazán kibontakozni, mert a 2010-es kormányváltást követően meghozott új szabályozás miatt a magánnyugdíjpénztári rendszer működése ellehetetlenült, mellyel a kockázattitőke-piac forrásellátásának ezen csatornája ismét bezárult (Karsai, [2007] és [2013]).

Az elhúzódó gazdasági válság világszerte fokozta a szabályozói nyomást a kockázati- és magántőke típusú befektetési tevékenységre, ami Európában a 2011 júliusában életbe lépő, alternatív befektetési alapkezelőkről szóló ABAK direktíva<sup>24</sup>, illetve annak magyarországi megfelelője, a kollektív befektetési formákról szóló 2014. évi XVI. törvény bevezetésében öltött testet, mely átvette a kockázattitőke-alapok és -alapkezelők szabályozását. A szakirodalom szerint ugyanakkor az új szabályozás aránytalanul nagymértékű adminisztratív terhet rótt a nemzetközi összehasonlításban egyébként is kisméretű magyarországi kockázattitőke-alapokra (Karsai, [2017] és MNB, [2015]).

A direkt intervenció eszközök oldaláról nézve a kormányzat rendszeres jelleggel, állami forrásból felállított befektetési társaságokon és alapkezelőkön keresztül növelte a magyarországi kockázattitőke-ágazat tőkekínálatát. A kitűzött cél a magánszféra befektetéseinek helyettesítése volt az alultőkésített, korai szakaszban lévő kis- és középvállalati szegmensben, ahol a

---

a 2 és 5 millió dollár közötti mérettartományban. E két finanszírozási igénynél a magánszektor tőkekínálata nem megfelelő, így ennek javítására indokolt lehet az állami beavatkozás (Karsai, 2004).

<sup>21</sup> Az 1998-as kockázattitőke-törvény pontos neve: a kockázattitőke-befektetésekről, a kockázattitőke-társaságokról, valamint a kockázattitőke-alapokról szóló 1998. évi XXXIV. törvény, mely 1998. április 1-jével lépett hatályba (Banyár-Csáki, 2006).

<sup>22</sup> Az Országgyűlés 2005. december 13-án fogadta el a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény módosítását, melynek neve: tőkepiacról szóló 2005. évi CLXXXVI. törvény. A törvényt módosítás 2006. január elsejével hatályon kívül helyezte a korábbi 1998-as kockázattitőke-törvényt, így a kockázattitőke-alapok szabályozása átkerült a tőkepiaci törvény erre elkülönített részébe (Banyár-Csáki, 2006).

<sup>23</sup> 293/2005-ös, illetve 332/2005-ös kormányrendeletek (Banyár-Csáki, 2006).

<sup>24</sup> Az európai irányelv (Directive on Alternative Investment Fund Managers, AIFMD) az 500 millió euró értékűnél nagyobb alapokat menedzselő kockázattitőke-alapkezelők működését szabályozza. Ennek érdekében, hogy a korai fázisban befektető alapkezelőkre nehezedő szabályozási nyomást enyhítsék, erre az alapkezelői körre nem vonatkozott ez a direktíva. Az ABAK irányelv helyett, az 500 millió eurónál kisebb méretű alapokat kezelő befektetőkre a 2013 júliusában hatályba lépő, európai kockázattitőke-alapokról szóló rendelet (European Venture Capital Funds Regulation, EuVECA) vonatkozott (Karsai, 2017).

magánbefektetők egyébként nem mutattak megfelelő aktivitást. A befektetések végrehajtására kijelölt állami szervezetek köre folyamatosan változott, a legfontosabb szereplő azonban egyértelműen a Magyar Fejlesztési Bank volt, mely az 1990-es évek elejétől kezdve hol önállóan, hol egy külön erre a tevékenységre létrehozott saját leányvállalatán (a 2006 végén alapított MFB Invest Zrt.) keresztül végzett tőkebefektetési tevékenységet, vagy más kisebb, a saját rész tulajdonában is lévő befektetési szervezetek<sup>25</sup> forrásainak finanszírozásával ösztönözte ugyanezt. Az MFB csoporttól függetlenül 2011-ben felállításra került a Széchenyi Tőkealap-kezelő Zrt. is azzal a céllal, hogy az Európai Unió Regionális Operatív Programjaiból rendelkezésre álló 14 milliárd Ft támogatást a magyar kis- és középvállalkozások növekedésére fordítsa legkésőbb a 2015-ös év végéig.

Az állami eredetű kockázatitőke-befektetések fontos szerepét a magyarországi kockázatitőke-piacon jól érzékeltetik a statisztikai adatok is. 1989 és 2010 között például az állami befektetések értéke közel 650 millió dollár volt (a teljes befektetett tőke közel ötöde), mely összesen 218 ügyletben került kihelyezésre. A preferált vállalati életszakasznak az expanzió számított, noha 2003-2004-ben, 2006-ban, valamint 2010-ben a korai fázisú ügyletek állami tőkével történő finanszírozása is előtérbe került. Ettől függetlenül az átlagos befektetési méret a magasabb, 3 millió dolláros szinten maradt, amiből következik, hogy az állami háttérű kockázatitőke-befektetők sem tudták érdemben javítani a korai fázisú, technológiai intenzív ügyletek kockázati tőkével történő ellátását (Karsai, 2011). Egy frissebb statisztika szerint, az MFB csoport kockázatitőke-befektető társaságai és alapjai a 2007-2013-as időszakban a rendelkezésükre álló 26,6 milliárd Ft forrásból 21 milliárd Ft-ot helyeztek ki összesen 106 tranzakció keretében (Karsai, 2017). A később részletezésre kerülő JEREMIE-program magyarországi beindulásával az állam meghatározó szerepe a forrásgyűjtés oldalán is megmutatkozott, 2010-ben és 2013-ban ugyanis az allokált tőke 85-70%-a kormányzati forrásokból származott (EVCA, 2013).

A magyarországi kockázatitőke-piacon végrehajtott direkt típusú állami közvetlen tőkebefektetési tevékenységet a szakirodalom – a hazai és nemzetközi tapasztalatokból egyaránt kiindulva – improduktívnak ítéli, melyet egyrészt koncepcionális okokkal, másrészt a beavatkozásra kidolgozott konstrukció hibáival magyaráz. Elvi hibának számít, hogy a direkt befektetésekkel az állam a magánbefektetők (pl.: üzleti angyalok) helyettesítésére törekszik és így próbálja semlegesíteni a „tőkerés” miatt keletkező problémát. Mindezt azonban a megfelelő menedzsment és befektetési szakértelem nélkül teszi meg, forrásait pedig nem a technológia intenzív, korai fázisú cégekbe – ahol a tőkehiány pótlása sokkal előnyösebb lenne – hanem a hagyományos iparágakban működő, a korai szakaszon már túljutott és inkább expanzív fázisban lévő vállalkozások felé irányítja. Ezzel együtt a befektetési programok konstrukciója sem piac konform, a finanszírozás feltételei puhábbak, ami a magánszereplők kiszorítását eredményezi. A befektetési kondíciók (pl.: hozam és időtáv) rendszerint előre rögzítettek, ami miatt a kihelyezések nem is kockázatitőke-finanszírozásnak, hanem burkolt hitelnyújtásnak vagy egy külön kategóriának, ún. fejlesztő tőkebefektetésnek tekinthetők. További problémát jelent, hogy az állami háttérű befektetési alapok és társaságok tőkeellátottsága túl kicsi, ami figyelembe véve a célcsoportnak tekintett korai fázisú ügyletek magas bukási arányát és a vállalkozásfejlesztéshez szükséges befektetői szakértelem hiányát, rossz minőségű projektportfóliót és az állami források nem hatékony elosztását eredményezi. A szakirodalom szerint az állam akkor lehet hasznos szereplője a magyarországi kockázatitőke-piacnak, ha szakít az állandó jellegű direkt befektetési gyakorlatával és helyette katalizátor jelleggel, átmeneti szerepvállalással és a profi magánbefektetők aktív bevonásával vesz részt a számára fontosnak tartott vállalati szegmens

<sup>25</sup> Ilyen kisebb befektetési szervezet például a Kisvállalkozás Fejlesztő Pénzügyi Zrt., a CORVINUS Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt., vagy a most már szintén az MFB csoporthoz tartozó Regionális Fejlesztési Holding Zrt., annak 11 tagvállalata és egy alapkezelője, az Informatikai Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. Az MFB Zrt. és annak érdekeltségi körébe tartozó befektetési szervezetek tevékenységéről, szerepük változásáról bővebben Kovács (2011/a), Kovács (2013), valamint Karsai (2017) munkái nyújtanak részletes áttekintést.

vonzó befektetési célponttá alakításában. Ennek során a kormányzatnak szabályozói oldalról a megfelelő üzleti és befektetési környezet kialakítására, az informális kockázati tőke (üzleti angyalok) fejlődésének elősegítésére kell törekednie annak érdekében, hogy a vállalkozások befektetéséretté válhassanak. Kínálati oldalról viszont az államnak nem szabad átvennie a befektetések irányítását, helyette aszimmetrikus kockázatviseléssel és egyenlőtlen hozamelosztással a magánbefektetőkkel társulva kellene a korai és technológia intenzív vállalkozások tőkehiányát enyhíteni (Karsai, [2002/a], [2007], [2013], [2014/b] és Kovács, [2011/a]).

Az Európai Unió kezdeményezésű, 2009-ben elindult JEREMIE-programmal<sup>26</sup> az állami beavatkozás egy új formája jelent meg Magyarországon, ami a magánbefektetőkkel történő társfinanszírozás megvalósításán alapult. A program keretében egy holdingalap jött létre Magyarországon, melynek forrását 85%-ban a Strukturális Alapokhoz tartozó Európai Regionális Fejlesztési Alapból (ERDF) lehívható közösségi forrás, 15%-ban pedig költségvetési forrás<sup>27</sup> adta. A holdingalap kezelését kezdetben a 2007-ben létrejött Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. látta el<sup>28</sup>, melynek feladata volt az is, hogy nyilvános pályáztatás útján kiválassza azokat a magánhátterű, a tőkepiaci törvény értelmében kockázati tőkealapkezelésre jogosult pénzügyi közvetítőket, akik majd a felállított hibrid alapokon keresztül a befektetéseket megvalósítják. A program két befektetési alap konstrukciót fogalmazott meg, a közös alap és az ún. „co-investment” alap struktúráját. A közös alapok tőkéjének max. 70%-át a holding alapból lehívandó közösségi-állami forrás, míg min. 30%-át a magánbefektető kellett, hogy biztosítsa, a befektetésekhez lehívott összeg pedig ugyanilyen arányban származott a magán és állami forrásból. A „co-investment” alap önálló jogi személyként működik és 100%-ban közösségi-állami tőkét tartalmazott, a társfinanszírozás itt tranzakciónként történt úgy, hogy egy-egy ügylet finanszírozásához a „co-investment” alap maximum 70%-ban járulhatott hozzá, a fennmaradó részt pedig a projekthez társuló magánbefektető biztosította (Karsai, [2013], Európai Bizottság [2008] és mvzrt.hu, [2013]).

A magánbefektetői bizalom megnyerése érdekében a program új ösztönzési technikákat is tartalmazott, melyek eddig egyetlen állami beavatkozási programban sem jelentek meg. Az egyik ilyen ösztönző az ún. hozamkorlátozás („*hozam cap*” vagy „*upside leverage*” azaz „*felfelé irányuló ösztönzés*”) volt, melyek értelmében az állam csak a magyar állampapír piaci referenciahozamnak megfelelő szintig részesedhetett a befektetések hozamából, az a feletti rész pedig teljes egészében a magánbefektetőt illette. A másik ösztönző az ún. veszteségmérséklés („*downside protection*” vagy „*lefelé irányuló védelem*”), mely szerint a befektetéseken realizált veszteség első 5%-a teljes egészében az állami holding alapot terhelte, a fennmaradó részen pedig pro-ráta, vagyis a befektetések finanszírozásához való hozzájárulásuk arányában osztozkodik a holdingalap és a magánbefektető (Európai Bizottság [2008] és VG.hu [2008]).

<sup>26</sup> A JEREMIE a Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises rövidítése, mely az Európai Bizottság Regionális Politikai Főigazgatósága, az Európai Beruházási Alap és az Európai Befektetési Bank közös kezdeményezése a mikro-, kis- és középvállalkozások finanszírozási helyzetének javítására. A programnak három aláága is van, melyek közül csak az egyik a kockázati tőke program, a másik kettő a mikrohitel és a garancia program (EIF, 2012).

<sup>27</sup> A költségvetési forrás fedezetét a Gazdaságfejlesztési Operatív Program és a Közép-Magyarországi Operatív Program szolgált.

<sup>28</sup> Az MV Zrt. feladatait 2015. június 30-tól az MFB Zrt. vette át azzal, hogy az MV Zrt. beolvadt az MFB Zrt.-be (MFB, 2015).

**3. táblázat: A Magyarországon elindított JEREMIE-program egyes szakaszai során felállított alapok száma és a befektetésekhez rendelkezésre álló tőke megoszlása eredet szerint**

Megnevezés	Alapok száma	Állami forrás (milliárd Ft)	Magán forrás (milliárd Ft)	Összes forrás (milliárd Ft)
JEREMIE I.	8	31,5	16,6	48,1
JEREMIE II.	10	28,5	12,2	40,7
JEREMIE III.	8	24	10,3	34,3
JEREMIE IV.	2	6	2,6	8,6
<b>Összesen</b>	<b>28</b>	<b>90</b>	<b>41,7</b>	<b>131,7</b>

*Forrás:* Karsai (2013), insiderblog.hu (2013) és hvg.hu (2013) alapján saját szerkesztés

A JEREMIE-programnak eddig összesen négy szakasza indult el Magyarországon, melynek köszönhetően 2009 és 2013 között jelentős, mintegy 132 milliárd Ft-nyi friss tőke áramlott a kockázattőke-ágazatba (3. táblázat). Az első ütemben 8 növekedési alap került felállításra, melyből 7 közös alapként, egy pedig a co-investment konstrukció szerint kezdte meg működését. Az alapok befektetési időszaka először 2013 év végéig szólt, ezt azonban később 2015 végéig, majd 2016. május 31-ig meghosszabbították. Az alapok mérete 4 és 7,4 milliárd Ft között szóródott, az átlagos nagyságuk 6 milliárd Ft-nak felelt meg. A program keretein belül az alapkezelők befektetési tevékenységét több ponton is szabályozták, melyek között földrajzi, a befektetések nagyságára, felhasználására, valamint a finanszírozandó vállalkozások működési múltjára és árbevételére vonatkozó megkötések egyaránt szerepeltek.<sup>29</sup> A második ütemben már tíz új közös alap jött létre, melyek közül négy magvető alapként, hat pedig ismét növekedési alapként funkcionált. A magvető alapok csak mikro- és kisvállalkozásokba fektethettek be, méretük egyenként 2,14 milliárd Ft volt, míg a növekedési alapok célterülete a teljes kkv szektor volt, átlagos alpméretük pedig 5,35 milliárd Ft-nak felelt meg.<sup>30</sup> A JEREMIE harmadik és negyedik ütemében már kizárólag növekedési fókuszú, közös alapok jöttek létre, összesen tíz, egyenként 4,3 milliárd Ft nagyságú befektetési mérettel, melyekre a JEREMIE II növekedési alapjaira érvényes befektetési szabályok vonatkoztak. Jelentős tőkekínálati nyomást helyezett a piacra az, hogy a program utolsó három szakaszában felállított alapok kizárólag a közép-magyarországi régió kivül fektethettek be 2015 végén lejáró befektetési időszakkal.

Noha a program működésének közelsége miatt a JEREMIE alapok tevékenységének részletes értékelésére eddig még nem volt lehetőség, az MNB készített egy elemzést, mely a magyarországi kockázattőke-piac 2010. január 1. és 2014. június 30. közötti működési időszakát vizsgálta és főképp a JEREMIE alapokra koncentrált.<sup>31</sup> Az elemzés szerint a befektetésekhez gyűjtött tőke 72%-a a programnak köszönhetően került az ágazatba, melynek nagy része állami,

<sup>29</sup> A program első ütemében felállított közös alapok csak a közép-magyarországi régió kivül fektethettek be, ebben a térségben egyedül a co-investment alap hajthatott végre befektetéseket. Az alapok csak olyan vállalkozásokat finanszírozhattak, melyek működési múltja a befektetési döntés meghozatalakor nem haladta meg az öt évet, az értékesítés nettó árbevétele pedig egyik évben sem volt nagyobb, mint 1,5 milliárd Ft. Az alapok csak tőkeemelés útján fektethettek be (részeseledésvásárlás nem volt lehetséges) vagy pénzkölcsönt nyújthattak, vállalkozásonként pedig, egy-egy 12 hónapos periódust tekintve maximum 1,5 millió euró kihelyezésére volt lehetőség három egymást követő évben (mvzrt.hu, 2013).

<sup>30</sup> A magvető alapok csak olyan vállalkozásokba fektethettek be, melyek működési múltja a befektetési döntés meghozatalakor nem haladta meg a három évet, az értékesítés nettó árbevétele pedig egyik évben sem volt több mint 200 millió Ft. Az alapok vállalkozásonként egy 12 hónapos időszakban maximum 150 ezer eurót fektethettek be, melyet csak egy egyszeri, azonos összegű pénzkölcsön követhetett. A növekedési alapokra vonatkozó feltételek közül a célvállalatok működési múltjára maradt az öt éves előírás, az értékesítés nettó árbevétel korlátját viszont 5 milliárd Ft-ra emelték. Az egy 12 hónapos periódus alatt vállalkozásonként befektethető összeget 2,5 millió euróra növelték, melyet ugyanakkor az alapok bármennyi újabb 12 hónapos periódusban megismételhettek (mvzrt.hu, 2013).

<sup>31</sup> A kutatás alapjául szolgáló minta összesen 37 kockázattőke-befektetőt számlált, melyből 27 részt vett a Jeremie programban (MNB, 2015).

illetve Európai Unió csatornán keresztül érkezett. Összesen 216 befektetési ügyletre került sor, melyek összértéke megközelítette az 58 milliárd Ft-ot. A tranzakciók értékét és számát tekintve egyaránt a start-up jellegű kihelyezések domináltak, a kedvelt szakágazatok közé pedig az élettudomány, az információ-technológia és elektronika, valamint az egyéb fogyasztási, illetve ipari és üzleti szolgáltatások tartoztak. A vizsgált időszak alatt összesen 50 exitre került sor, melynek 18%-a (kb. 9) kötődött JEREMIE-alapokhoz, a jellemző kiszállási típus pedig a szakmai befektetőknek történő értékesítés volt (MNB, 2015).

A Jeremie program időközi értékelésével foglalkozott Lovas és Rába (2013) tanulmánya is, mely szerint a Jeremie első fordulójában felállított alapok 2012 végéig, a rendelkezésükre álló tőke közel 50%-át (kb. 24 milliárd Ft) helyezték ki összesen 73 vállalkozásba. Az ügyletek jellemző mérete 300 és 400 millió Ft között volt, a legnagyobb számban pedig az észak-alföldi, közép-dunántúli és dél-dunántúli régióban került sor befektetésekre. Az ügyletek 30%-a az informatika területén valósult meg, melyet a vagyionkezeléssel és az egészségüggyel foglalkozó projektek követtek. Teljesült a korai fázisban lévő vállalkozások finanszírozásának preferenciája, a befektetések 76%-ánál ugyanis a céltársaság életkora nem haladta meg az egy évet.

Az MNB elemzés fontos következtetése, hogy a JEREMIE-program jellegéből adódóan Magyarországon, a klasszikus kockázatitőke-piaci szegmens (ezen belül is elsősorban a start-up finanszírozás) megerősödése az állami szerepvállalásnak volt köszönhető, hiszen amellett, hogy a kormányzat és az EU befektethető tőkét csatornázott az ágazatba, a magánszereplők forrását is bevonzotta a hibrid alapok felállításán keresztül. Az elemzés ugyanakkor azt is megjegyzi, hogy a program hasznosságának igazi értékelésére csak több év múlva lesz lehetőség. Ettől függetlenül mind az MNB kutatás, mint az MKME – a JEREMIE-program működésének eddigi tapasztalatai alapján – több kritikai észrevételt, illetve koncepcionális javaslatot is megfogalmazott. A kritikai oldalon szerepelt a befektetések földrajzi korlátozása, az, hogy az alapkezelők nem fektethetnek be öt évnél idősebb cégekbe, a részesedésvásárlás tilalma, a befektetett összegre beállított értékbeli limitek, illetve az, hogy a különböző vállalati életszakaszokra kidolgozott programok nem voltak eléggé az adott életciklus sajátosságaihoz igazítva. A jövőben indítandó kockázatitőke-programokra vonatkozó javaslatok között szerepelt a co-investment koncepció erősítése, a finanszírozható vállalkozások körének árbevétel szerinti elkülönítése, a befektetések földrajzi megkötésének újragondolása, valamint a program feltételeinek csoportosítása majd testre szabása<sup>32</sup> a magvető-, induló- és növekedési életszakaszok finanszírozási sajátosságainak megfelelően. A teljes magyarországi kockázatitőke-ágazatra nézve mind az MNB, mind az MKME hátrányosnak ítélte meg, hogy a program révén egyszerre túl rövid idő alatt jelent meg túl nagy volumenű tőke egy ehhez képest kicsi és koncentrált piacon, elegendő mennyiségű jó projektek ugyanakkor nem volt. A szakértők szerint az ágazat jövőbeli fejlődésének elősegítéséhez nagyobb hangsúlyt kell fordítani a magvető és az azt megelőző inkubációs szakaszra, illetve törekedni kell arra, hogy a JEREMIE-hez hasonló programok bevezetése egy előre meghatározott és a piaci szereplők számára már idejében megismert logikus menetrend szerint történjen (MNB [2015], MKME [2015]).

A JEREMIE program befektetési időszakának lezárultát követően az állam továbbra is aktív szereplő maradt a magyarországi kockázatitőke-piacon azzal, hogy ismét nagyvolumenű tőkeallokációba kezdett a kínálati oldalon. Egyrészt a Magyar Export-Import Bank Zrt.

<sup>32</sup> A specifikációt több jellemző alapján célszerű megvalósítani. A magvető szakasz esetében például célszerű növelni az állami részarányt az ezen életszakasz finanszírozására szakosodott alapok tőkéjén belül, illetve az először keletkezett veszteségek („*first-loss*”) állam általi átvállalásakor. Megfontolandó az alapkezelőket megillető adókedvezmény bevezetése is, mely szintén a magvető alapoknál lenne a legnagyobb, valamint a méretgazdaságos működés elősegítése érdekében az alapkezelői díjak differenciálása. A növekedési alapok esetében pedig újra kellene gondolni a befektethető összeg értékhatárát és már az alapok tőkéjéből el kellene különíteni egy meghatározott összeget deklaráltan follow-on befektetésekre.

(Eximbank) 2015-ben két új, összesen 16 milliárd Ft értékű kockázatitőke-alap létrehozásáról döntött, melyek közül az egyik alap a vállalkozások exportjának, míg a másik az expanziójuknak az ösztönzése érdekében jött létre. Emellett sor került a Széchenyi Tőkealap-kezelő Zrt. tevékenységének megújítására is, melynek keretében a kormányzat nyolcmilliárd forint friss tőkét biztosított az alapkezelő részére, a befektetések megvalósítására rendelkezésre álló időszakot pedig 2025 végéig meghosszabbította. Ezenfelül, a társaság megbízást kapott még további négy alap kezelésére is, melyek összesített mérete eléri az 56 milliárd Ft-ot.<sup>33</sup> Az SZTA nagyon aktív teljesítményt mutatott az első alap kezelése során is, mivel 2011 és 2016 között 94 tőkebefektetési tranzakción keresztül összesen 89 magyar vállalkozást finanszírozott úgy, hogy a saját maga által kihelyezett 12,8 milliárd Ft mellé 4,5 milliárd Ft magántőkét is be tudott vonni. Az új, 2014-2020-as költségvetési ciklusban továbbá a kockázatitőke-befektetésekre felhasználható Európai Unió forrás 120 milliárd Ft-nak felel meg, melyből 50 milliárd Ft-ot a korábban Corvinus Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. néven működő Hiventures Zrt. kezelésére bíznak azzal a céllal, hogy a forrást inkább korai fázisban lévő vállalkozások finanszírozására használjon fel. A maradék 70 milliárd Ft-ot a kormányzat a JEREMIE-programhoz hasonló konstrukció keretében kívánja rendelkezésre bocsátani úgy, hogy az abból létrehozott alapok kezelésével magánbefektetőket bízná meg, melyek összesen 30 milliárd Ft-tal kiegészítenék a befektethető források volumenét (Karsai [2017], portfolio.hu [2016], üzletrész.hu, [2017]).

Az új fejlemények tehát azt mutatják, hogy az állam továbbra is szeretne aktív résztvevője lenni a magyarországi kockázatitőke-piacnak úgyis, hogy saját, tisztán állami és/vagy közösségi forrásokból felállított alapokon keresztül valósít meg direkt beavatkozást és úgy is, hogy magánbefektetőkkel együttműködve hibrid alapok felállításával növeli a tőke kínálatot. Azok az átfogó elemzések azonban még hiányoznak, melyek alapján objektíven meg lehet állapítani, hogy az eddig végrehajtott állami akciók valóban hatékonyak voltak és a befektetett állami források érezhetően hozzájárultak a vállalkozási szektor és ezzel együtt az egész nemzetgazdaság fejlődéséhez.

### 2.3. A kockázatitőke-befektetők döntési gyakorlata

A kockázatitőke-befektetők által alkalmazott befektetési folyamat felépítésével és a befektetési döntések meghozatalakor alkalmazott projektértékelési kritériumok azonosításával foglalkozó első szakirodalmi munkák nem meglepő módon, az iparág bölcsőjében, vagyis az Amerikai Egyesült Államokban jelentek meg az 1970-es és 1980-as években. Napjainkra ugyanakkor már jelentős volumenű irodalom halmozódott fel a kérdéskörrel kapcsolatban, mely két fő csoportba sorolható. A kutatások egyik fele a kockázatitőke-befektetők által alkalmazott befektetési folyamat felépítésére, illetve a befektetési döntés meghozatalának módjára koncentrálnak, míg a források másik fele a befektetési döntések meghozatalakor alkalmazott értékelési kritériumokra, illetve azok relatív fontosságára helyezi a nagyobb hangsúlyt. A továbbiakban először a befektetési folyamat modellezésével foglalkozó kutatások eredményeit ismertetem, majd részletesebben is bemutatom a folyamat meghatározó szakaszait. Külön kiemelem a befektetési javaslatok szűréséhez alkalmazott kritériumokkal foglalkozó irodalmak fejlődését, majd rávilágítok azokra a kutatásokra is, melyek a befektetési folyamat tökéletlenségeire figyelmeztetnek. A fejezetet külön a kelet-közép-európai régió kockázatitőke-befektetői körében végzett, szintén a befektetési folyamatra fókuszáló források összefoglalásával zárom.

<sup>33</sup> A négy alap közül az Irinyi Kockázati Tőkealap és az Irinyi II. (Közép-Magyarország) Kockázati Tőkealap mérete 8-8 milliárd Ft, a magyar kis- és középvállalkozások tőzsdei megjelenését segítő Nemzeti Tőzsdefejlesztési Alap mérete 20 milliárd Ft, míg a szintén magyarországi kkv-k Kárpát-medencei tevékenységét ösztönző alap mérete 20 milliárd Ft lesz (üzletrész.hu, 2016/a).

A kockázatitőke-befektetők által alkalmazott **befektetési döntési folyamatok** modellezésére nehéz feladat egy egységes szerkezetet ráilleszteni, tekintettel arra, hogy a befektetők körében nincsen egységesen elfogadott eljárás. A témával foglalkozó szakirodalmak jelentős része egy több szakaszból álló lineáris struktúráként értelmezi a befektetési folyamatot, ahol az egyes szakaszok többnyire egymásra épülnek (Tyebjee és Bruno [1984], Sweeting [1991/a], Fried és Hisrich [1994], Boocock és Woods [1997], Wright és Robbie [1998], valamint Silva [2004]). Az 5. ábra egy összefoglaló képet mutat be néhány korábbi kutatás által felvázolt döntési és befektetési folyamat struktúráról.

Szerzők	Tyebjee és Bruno (1984)	Fried és Hisrich (1994)	Boocock és Woods (1997)	Silva (2004)
A befektetési folyamat szakaszai	ügyletgenerálás	ügyletgenerálás	ügyletgenerálás	ügyletgenerálás
	ügyletszűrés	befektető-specifikus szűrés	előzetes szűrés	informális szűrés
		általános szűrés	első tárgyalás	formális szűrés
	részletes értékelés vagy átvilágítás	részletes értékelés vagy átvilágítás első szakasza	második tárgyalás prezentáció a befektető igazgatótanácsa előtt	részletes értékelés vagy átvilágítás
		részletes értékelés vagy átvilágítás második szakasza	részletes értékelés vagy átvilágítás (due diligence)	
	ügyletstrukturálás	az ügylet lezárása	ügyletstrukturálás	az ügylet lezárása
	befektetést követő tevékenységek		a befektetések folyamatos monitoringja	kiszállás

5. ábra: Korábbi kutatások által felvázolt modellek a kockázatitőke-befektetők befektetési folyamatával kapcsolatban

Forrás: Silva (2004), 129. oldal alapján saját szerkesztés.

Látható, hogy egységes modell valóban nincsen, viszont négy szakasz mindegyik döntési modellnél megtalálható, melyek egyértelműen a kockázatitőke-befektetési döntések egy-egy kulcsállomását jelentik:

- **Ügyletgenerálás** („*deal origination*” vagy „*generating a deal flow*”): azokat a csatornákat és tevékenységeket foglalja magába, melyeken keresztül a potenciális befektetési javaslatok a befektetőkhez kerülhetnek.
- **Befektetési javaslatok szűrése** („*screening of proposals*”): tekintettel arra, hogy a kockázatitőke-befektetők általában rengeteg befektetési javaslattal találkoznak, így rendkívül fontos számukra, hogy a projektek tág halmazát le tudják szűkíteni azokra a befektetési lehetőségekre, melyek már valóban ígéretesnek minősülnek (Yung, 2012). Ehhez természetesen a projektek szűrésére van szükség, ami többféle kritérium alapján is megtörténhet. A legfontosabbak közé a projektet megvalósító menedzsment tulajdonságai, a megcélzott piac és a megvalósítani tervezett termék vagy szolgáltatás jellemzői, valamint a kiszállással kapcsolatos lehetőségek tartoznak. Mivel a projektértékelési kritériumok vizsgálata a nemzetközi szakirodalom fókuszában áll, így értekezésem egy külön fejezetében foglalkozom ezek részletes áttekintésével. Gompers et al. (2016/a) szerint a befektetési döntési folyamaton belül ennek a szakasznak van a legnagyobb jelentősége, hisz ezen múlik, hogy a befektető végül mely projekteket választja ki részletesebb értékelésre.

- **Részletes értékelés vagy átvilágítás** („*due diligence*”): abban az esetben, ha a kockázati tőke-befektető sikeresen leszűkítette a befektetési javaslatok halmazát és kiválogatta azokat a vonzó projekteket, melyek vizsgálatára érdemes több időt és energiát is fordítania, akkor kezdődik el a részletes értékelés vagy átvilágítás szakasza. Ebben a fázisban a befektető több oldalról is megvizsgálja ugyanazt a projektet azzal a céllal, hogy meggyőződjön arról, hogy a javaslat valóban nem tartalmaz buktatókat és érdemes lehet megvalósítani. Az átvilágítás időigénye változhat, és nem létezik egységesen alkalmazott eljárás sem rá, ami azt jelenti, hogy az értékelés során végrehajtott tevékenységek befektetőről-befektetőre változnak.
- **Ügyletstrukturálás** („*deal structuring*”): az ügyletstrukturálás során, a kockázati tőke-befektető meghatározza és véglegesíti azokat a jogi és pénzügyi feltételeket, melyek kikötésével hajlandó az ügylet megvalósítására és a befektetési összeg folyósítására. A strukturálás során a befektető rögzíti a finanszírozás formáját (pl.: tisztán tőkeemelés vagy hitel és saját tőke kombinációja, esetleg mezzanine) és időzítését, illetve azokat a jogi feltételeket és előírásokat, melyek biztosítják a befektető tulajdonosi pozíciójának védelmét, elsőbbségi jogait, valamint a későbbi exitjének megkönnyítését.

A teljes kockázati tőke-befektetési folyamat természetesen nem ér véget az ügyletstrukturálási fázissal, az mindössze a döntési folyamat lezárásához szükséges abban az esetben, amikor a projekt elfogadásra került és a befektető végül jóváhagyta annak finanszírozását. Ezt követően kezdődik meg a kockázati tőke-befektető aktív monitoring tevékenysége, mely nemcsak a vállalati működés ellenőrzésére, hanem a cég értékének a növelésére is irányul. Kedvező esetben a teljes folyamatot a kiszállás, vagyis az exit zárja, amikor a befektető profitrealizálás mellett értékesítheti tulajdonrészét.

Fontos megemlíteni, hogy bár az 5. ábrán bemutatott döntési folyamat modellek mindegyike egymást követő döntési szakaszokat tartalmaz, ez nem jelenti azt, hogy ezek a fázisok egymástól ennyire jól elkülöníthetők. Silva (2004) például kiemeli, hogy az általa vizsgált kockázati tőke-befektető már a részletes értékelés során megkezdte a tárgyalásokat az ügylet tényleges megvalósítását érintő feltételekről, holott formális döntés a befektetés jóváhagyásáról még nem is született. Vagyis a részletes átvilágítás és az ügyletstrukturálás egymással párhuzamosan zajlott, nem pedig egymást követve.

**Az ügyletgenerálás** a kockázati tőke-befektetési folyamat első szakasza, amelynek során a befektető, különböző csatornákon keresztül hozzájut a forrást kereső befektetési javaslatokhoz. A projekt származhat közvetlenül a vállalkozótól egyszerű telefonos, személyes vagy elektronikus úton történő megkeresés formájában, de érkezhets ajánlásokon, referenciákon keresztül is a kockázati tőke-befektetők kiterjedt szakmai kapcsolataiból adódóan. Tyebjee és Bruno (1984), valamint Fried és Hisrich (1994) megemlítik, hogy az amerikai kockázati tőke-piacon a befektetők részéről ún. passzív ügyletgenerálási tevékenység jellemző, s a projektek keresése inkább ajánlások útján történik, mivel így nagyobb a valószínűsége annak, hogy jobb minőségű, vonzóbb javaslatok kerülnek a befektetők asztalára.

A referenciák jelentőségét egy valós, korai fázisban lévő vállalatról készített esettanulmányon keresztül mutatja be Steier és Greenwood (1995) is, akik kiemelik, hogy az általuk vizsgált vállalkozás csak akkor váltott ki tényleges finanszírozási szándékot több kockázati tőke-befektetőből, amikor egy másik már jelezte, hogy biztosan érdekli a projekt. A vállalkozás végül négy befektetőtől kapott tőkét, de ebből három csak azután lett társfinanszírozó, miután az első, „úttörő” befektető a projekt mögé állt, értékes referenciát biztosítva ezzel a vállalkozásnak.



Az ügyletgenerálás harmadik lehetséges módját a kockázatitőke-befektetők részéről megnyilvánuló aktív projektkeresési tevékenység jelenti, melyet különösen azok a kutatók hangsúlyoztak ki, akik nem az amerikai kockázatitőke-piacot vizsgálták. Sweeting (1991/a) például egy brit alapkezelők körében lefolytatott kutatásban kimutatta, hogy a befektetők maguk is aktívan részt vesznek az ügyletkeresésben, az ígéretes növekedési kilátásokkal rendelkező piacok állandó tanulmányozása, valamint különféle iparági és egyetemi kapcsolatok kiépítése és fejlesztése révén. Ennél a kutatásnál is megjelenik az ajánlások fontossága, a megkérdezett alapkezelők szerint ugyanis a velük kapcsolatban álló pénzügyi közvetítők sok értékes időt takaríthatnak meg számukra azzal, hogy csak olyan projekteket ajánlanak nekik, amikről maguk a közvetítők is pozitívan vélekednek. Mindez azt is jelenti, hogy ezek a közvetítők (személyek vagy szervezetek) már egyfajta előszűrési funkciót is ellátnak, ami valóban javíthatja a kockázatitőke-befektetőkhez érkező javaslatok minőségét.

Az aktív ügyletgenerálási tevékenységet Silva (2004) úgy jellemezte, mint a befektetők részéről megvalósított azon akciókat, melyek célja a forrást kereső vállalkozások figyelmének felkeltése. A tanulmányában szereplő portugál, korai fázisú ügyletek finanszírozására szakosodott kockázatitőke-befektető a különféle konferenciákon, szakmai rendezvényeken és versenyeken való részvétellel mintegy informálta a tőkehiányos vállalkozókat arról, hogy ő maga milyen típusú projektekbe fektetne be igazán. A kutatás ugyanakkor, a befektetők részéről megnyilvánuló aktív ügyletgenerálási tevékenységet az adott ország tőkepiacának kisebb méretére és relatív alulfejlettségére vezette vissza. Állítása szerint az amerikai kockázatitőke-befektetők azért engedhetik meg maguknak a passzivitást az új projektek keresésében, mert igen erős és kiterjedt szakmai referencia-hálózattal rendelkeznek, köszönhetően a fejlett és érett stádiumban lévő pénz- és tőkepiacuknak.

Az ügyletgenerálás során a kockázatitőke-befektetők előnyben részesítik azokat a projekteket, melyek kizárólagosságot biztosítanak a számukra, ami azt jelenti, hogy egy bizonyos ideig csak ők foglalkozhatnak az adott befektetési lehetőség értékelésével. Ezekre a projektekre azonban inkább csak a kisebb mérettartományban lehet rátalálni, melyek finanszírozására szintén inkább a kisebb befektetési alapok szakosodtak. A nagyobb, főleg kivásárlási ügyleteknél a közvetítők és az ún. aukciók szerepe fontosabb, itt viszont a befektetők között éles verseny folyik a projektekért, kizárólagosság pedig nem fordulhat elő (Gompers et al., 2016/b).<sup>34</sup>

Annak köszönhetően, hogy a kockázatitőke-befektetők már az interneten keresztül is értesülhetnek új befektetési lehetőségekről, az elmúlt években tapasztalható projektkínálat jelentősen megsokszorozódott. Éppen ezért az ügyletgenerálásra is egyre nagyobb hangsúly helyeződik, a befektetőknek pedig a minőségileg jobb projektek bevonására kell törekedniük. Tenten (2014) szerint ezért fontos, hogy a befektetői oldal proaktív, transzparens és nyitott legyen, használja a közösségi médiát, építsen ki egy belső csapatot, mely csak az ügyletgenerálásra koncentrál, s végül legyen érzékeny a keresleti oldalról érkező jelekre, melyekből következtetni lehet arra, hogy az adott vállalkozás nyitott lenne egy befektetői partner bevonására.

Végezetül, Gompers et al. (2016/a) szerint bár a legtöbb projekt a befektetők személyes kapcsolatrendszeréből származik, egyre inkább terjed az ún. kvantitatív ügyletgenerálás is, melynek lényege, hogy a vonzó befektetési lehetőségek kiválasztása a befektetők kvantitatív, a projektre vonatkozóan elérhető adatainak elemzésén alapul.

**A befektetési javaslatok szűrésére** azért van szükség, mert a kockázatitőke-befektetők többségét temérdek mennyiségű projekt árasztja el, melyek között ugyanakkor szelektálni kell

<sup>34</sup> A kutatás szerint a projektek 36%-át a befektetők maguk generálják proaktívan, míg 33%-uk közvetítőkön (pl.: befektetési bankok) keresztül érkezik.

(Sahlman, [1990], Camp, [2002]). Nem véletlen, hogy az 5. ábra döntési modelljeinek mindegyike tartalmaz egy szűrési vagy előszűrési szakaszt, melynek funkciója, hogy a befektető kiválassza azokat a projekteket, melyeket aztán részletesebben is meg akar vizsgálni. Tyebjee és Bruno (1984) egy ilyen szűrési fázist jelölt meg, melynek során a befektető a projekt mérete, földrajzi elhelyezkedése, szakágazata és technológiai hovatartozása, valamint a projektnek keretet adó vállalkozás életszakasza alapján eldönti, hogy összhangban van-e az alapkezelő működési profiljával vagy sem. Ugyanez a szakasz a Fried és Hisrich (1994) tanulmányban mint befektető-specifikus szűrés jelenik meg, melyet aztán az ún. általános szűrés követ, amikor a befektető a benyújtott üzleti terv rövid áttekintésével dönt arról, hogy érdekl-e komolyabban a projekt vagy sem. A cél tehát az időmegtakarítás, vagyis az, hogy a befektető minél gyorsabban meggyőződjön arról, hogy melyek azok a javaslatok, amik biztosan kizárhatók a további vizsgálatokból. Az előzetes szűrési szakasz Boocok és Woods (1997) tanulmányában is megjelenik, kiemelve, hogy az általuk vizsgált brit kockázati-tőke-alap mindössze 10-15 percet fordít erre a fázisra, melynek során ugyanakkor a beérkező projektek 70%-át rögtön vissza is utasítja.<sup>35</sup> Az első tárgyalásra, mely egyben a szűrési szakasz következő fázisa is, csak a javaslatok 30%-a jut el, ahol a visszautasítási arány 21%. Silva (2004) kutatásából ugyanakkor kiderül, hogy az előzetes szűrés történhet informálisan is, amikor a befektető a projekt mögött álló vállalkozókkal lefolytatott személyes találkozás után dönti el, hogy érdekl-e komolyabban a projekt vagy sem. Pozitív esetben a befektető egy már formális keretek között zajló tárgyalást folytat le a vállalkozókkal, melynek célja, hogy a befektető meggyőződjön arról, hogy a menedzsment elkötelezettsége és szakmai háttere mennyire biztató a megvalósítás szempontjából (Silva, 2004).

Kiterjedt szakirodalom foglalkozik a kockázati-tőke-befektetők által, a befektetési javaslatok szűrése során alkalmazott kritériumokkal, vagyis azzal, hogy a befektetők jellemzően milyen szempontok alapján értékelik a projekteket és, hogy az egyes szempontoknak mekkora fontosságot tulajdonítanak. Attól függetlenül, hogy a témával kapcsolatos kutatások az 1970-80-as évekre nyúlnak vissza, a befektetési döntési folyamat vizsgálatához hasonlóan, az értékelési kritériumok fontosságát tekintve sincs egységes álláspont a kutatási eredmények között (Hudson és Evans, [2005], Simic [2005], illetve Khanin et al. [2008]). Mindez azt jelenti, hogy a kockázati-tőke-befektetői közösség ezen a területen is heterogén csoportot mutat, s noha vannak olyan kritériumcsoportok, melyek minden befektető számára egyaránt jelentősek, ezek esetében is, az egyes szempontok relatív fontossága befektetőről-befektetőre változó.

Az Amerikai Egyesült Államok területén véghezvitt első, a kockázati tőkealap-kezelők körében végzett kérdőíves felméréseken alapuló kutatásokból kiderül, hogy négy főbb értékelési kritériumcsoport különböztethető meg, melyek minden befektető számára döntő jelentőségűek annak megítélésében, hogy egy adott projekt vonzónak számít-e vagy sem (Tyebjee és Bruno [1984], MacMillan et al. [1985] és [1987], Robinson [1987], Rea [1989], Hisrich és Jankovich [1990], valamint Dixon [1991]):

- **Menedzsment:** egy projekt vagy vállalat sikerét nagymértékben meghatározza, hogy a megvalósítás mögött álló menedzsment mennyire rátermett, milyen szakmai képzettséggel és tapasztalatokkal, valamint milyen belső tulajdonságokkal rendelkezik. Nem véletlen, hogy a projektek értékelése során a menedzsment megítélésével kapcsolatos különféle kritériumok a kockázati-tőke-befektetők számára rendkívül fontosak. Ezek körébe tartozik a releváns vezetői tapasztalat megléte, az alapos jártasság a megcélzott piac tekintetében, valamint a megfelelő belső, személyes tulajdonságok jelenléte. Ilyen tulajdonság például a magas szintű belső motiváció és elhivatottság, a késztetés a folytonos és intenzív erőfeszítésekre, a kreativitás, a helyes kockázatfelismerő és kockázatkezelő képesség,

<sup>35</sup> Saját kutatásában Dixon (1991) 75,5%-os visszautasítási arányt mutatott ki az előszűrési szakaszban, míg Roberts (1991) még ennél is magasabb, 80%-os visszautasítási arányról számolt be.

valamint a befektetővel kiépített személyes összhang. Fontos megjegyezni, hogy a kockázati-tőke-befektetők menedzsment alatt rendszerint egy több emberből álló csapatot értenek, nem pedig egyetlen személyt, tekintettel arra, hogy egy projekt vagy vállalkozás sikeres működtetéséhez számos olyan szaktudásra van szükség, mely egyetlen emberben aligha található meg mind. A Robison (1987) kutatásában szereplő befektetők számára például nagyon fontos kritériumnak számít, hogy az egyes projektek mögött már egy komplett menedzsment csapat működjön, mely releváns tapasztalataira alapozva rendelkezzen a megfelelő vezetői képességekkel. Tyebjee és Bruno (1984), Hisrich és Jankowicz (1990), valamint Dixon (1991) kutatásai azt is megmutatják, hogy melyek azok a funkcionális területek, melyekhez a menedzsment tagjainak különösen fontos, hogy hozzáértésük legyen. Ezek közé tartozott a marketingtudás, a termelési és a pénzügyi ismeretek megléte is.<sup>36</sup> Fried és Hisrich (1994) ugyanakkor megjegyzi, hogy a korai fázisban lévő ügyletek esetében, a befektetők nem feltétlenül várnak el tökéletes összetételű menedzsmentet, hisz a befektetés megvalósulását követően, kapcsolatrendszerüket felhasználva pótolhatják a hiányzó szaktudást a megfelelő szakemberek bevonásával. Ebből következik, hogy a befektetői elvárások különbözhetnek attól függően, hogy milyen életszakasz finanszírozására koncentrál a befektető.

- **Célpiaç:** ahhoz, hogy egy projekt vagy vállalkozás felkeltse a kockázati-tőke-befektetők érdeklődését szükség van arra is, hogy a termékkel vagy szolgáltatással szemben megfelelő volumenű piaci kereslet álljon fenn. Ebből következik, hogy a menedzsmenten kívül, a megcélzott piac, valamint az abban rejlő növekedési potenciál is döntő fontosságú értékelési kritériumnak számítanak. Mindezek mellett Tyebjee és Bruno (1984), MacMillan et al. (1985 és 1987), valamint Rea (1989) kutatásai alapján további lényeges szempont lehet a célpiacon várható alacsony intenzitású verseny és a termék vagy szolgáltatás által nyújtott komparatív előny tartóssága a versenytárs termékekhez/szolgáltatásokhoz képest.
- **Termék vagy szolgáltatás és az üzleti modell jellemző tulajdonságai:** a célpiaç adottságai mellett figyelembe kell venni a vállalkozás által nyújtott termék/szolgáltatás adottságait is, melyek közül a szabadalmi védettség megléte, a technológiai adottságok modern színvonala, a prototípus megléte, valamint a termék vagy szolgáltatás egyedisége, azaz a versenytársak termékkínálatától való megkülönböztetettsége emelhető ki.<sup>37</sup> Hisrich és Jankovich (1990) szerint fontos továbbá a termék vagy szolgáltatás gyors piaci bevezethetősége, specializációja valamilyen nem létező vagy nem megfelelően kiszolgált piaci résre, valamint a megvalósítás racionális tőkeigénye.
- **Kiszállás és hozam:** mivel egy kockázati-tőke-befektető csak átmeneti időre vállal tulajdonosi szerepet egy vállalatban, így nélkülözhetetlen számára az, hogy a kiszállási feltételek és lehetőségek már a befektetéskor körvonalazhatóak legyenek. A befektetés likviditása tehát egy újabb kulcsfontosságú értékelési kritérium, melyhez az ügyletben rejlő hozampotenciál is szorosan kapcsolódik. MacMillan et al. (1987) kutatásában ez például úgy jelenik meg, hogy a kockázati-tőke-befektető elvárja, hogy befektetett pénzügyi összege legalább tízszeres mértékben térüljön meg egy öt-tíz éves időszak alatt.

Fried és Hisrich (1994) tanulmányában ugyanez a három kritériumcsoport, mint generikus vagy általános kritérium kategóriák jelennek meg, melyeket viszont csak akkor kezd el vizsgálni a befektető, ha az adott projekt az ún. befektető-specifikus szűrési kritériumoknak is megfelel. Itt

<sup>36</sup>Dixon (1991) felmérése nem az Amerikai Egyesült Államok területén, hanem az Egyesült Királyságban készült, 30 londoni kockázati-tőke-befektetővel készített interjú alapján.

<sup>37</sup>Ezekre az egyediséget meghatározó tulajdonságokra a szakirodalomban gyakran az ún. USP, azaz Unique Selling Propositions vagy Points kifejezéssel hivatkoznak.

jelenik meg először tehát az előszűrés azon mozzanata, hogy a kockázati tőkés mindenekelőtt az alapján szelektálja a befektetési javaslatokat, hogy azok megfelelnek-e az alapkezelő befektetési profiljának, illetve üzletpolitikájának. A befektető specifikus szűrési kritériumok közé tartozik rendszerint az ügylet finanszírozásához szükséges befektetés mérete, a projekt vagy vállalkozás aktuális életszakasza (magvető fázis, induló, expanziós vagy érett), iparági hovatartozása, valamint földrajzi elhelyezkedése is. Mindebből következik, hogy a kockázati tőke-befektetők csak akkor kezdik el az összes többi általános kritérium (menedzsment, piac, termék, exit és hozam lehetőségek) vizsgálatát, ha az adott projektről bebizonyosodott, hogy illeszkedik az alapkezelő profiljába. A befektető specifikus szűrés Boocock és Woods (1997) kutatásában is megjelenik azzal a kiegészítéssel, hogy az üzleti terv komplett kidolgozottsága is feltűnik, mint előszűrési kritérium. A szerzők megemlítik, hogy a hiányos üzleti tervek legtöbb esetben azonnali elutasításhoz vezettek, főleg akkor, amikor a beadott anyagokból nem derült ki, hogy a termék értékesítése hogyan oldható meg és, hogy mekkora a piac növekedési potenciálja.

Noha az eddig említett kutatások fontos eredményekkel szolgáltak a kockázati tőke-befektetők által alkalmazott befektetési döntési folyamat és a projektértékelési gyakorlat megismerésével kapcsolatban mégis, számos kritika fogalmazódott meg az általuk alkalmazott módszertant és az eredmények megalapozottságát tekintve. Sandberg et al. (1988) kiemelik, hogy a korai tanulmányok nagy része személyes interjúkon vagy kérdőíves megkérdezéseken alapult, melyek alkalmazása során viszont számos torzítási probléma merült fel. Előfordulhat például, hogy a válaszadó nem a valós helyzetnek megfelelő választ adja meg, hanem a kívánatosat, vagyis azt, amit a kérdés alapján helyesnek vélne. Válaszáaik során, az interjú/kérdőív alanyok túlbecsülhetik a projektek értékelésénél figyelembe vett kritériumok számát a szempontok azon köréhez képest, ami alapján a befektetési javaslatokat ténylegesen értékeli. Fennáll a kockázata annak is, hogy nem tudják objektíven értékelni az egyes kritériumokat és a valóban releváns szempontok fontosságát alábecsülik. Mindezek alapján nem véletlen, hogy a téma vizsgálatával foglalkozó szakemberek olyan új kutatási módszereket kerestek, melyek az említett problémákat orvosolni tudták.<sup>38</sup>

Az egyik új módszertani irány, mely felé a kutatók fordultak az ún. verbális protokoll módszere volt, melynek fókuszában a kockázati tőke-befektetők valós idejű döntéshozatali gyakorlatának elemzése állt. Ezt a módszert használta Sandberg et al. (1988), valamint Hall és Hofer (1993) is kutatásaikban, melyek ugyanakkor egymásnak kissé ellentmondó eredményekhez vezettek. Az első esetben a projekt stratégiai jellemzői<sup>39</sup>, a várható pénzügyi teljesítmény és a menedzsmenttel kapcsolatban kialakult benyomás került előtérbe, míg a másik szerzőpárosnál az adott iparág hosszú távú növekedési potenciálja és nyereségessége, illetve a projekt befektetői profilba történő illeszkedése számított fontos szempontoknak, a pénzügyi teljesítmény és az alapítók, illetve menedzsment személyes és szakmai tulajdonságai viszont egyáltalán nem.<sup>40</sup> Nem segíti a tisztánlátást Mason és Stark (2004) kutatása sem, akik bár szintén a verbális protokoll módszerét alkalmazták, a legnagyobb hangsúly viszont a projektértékelési kritériumok közül a célpiaccal kapcsolatos tulajdonságokra (növekedési potenciál, piaci kereslet megléte, verseny intenzitása), valamint a várható megtérülésre és a kilépési lehetőségekre helyeződött.

A másik új kutatási módszer, mely az előzőnél nagyobb népszerűsége tett szert a conjoint elemzés volt, melynek több altípusa is ismert. Az egyik ilyen altípus az ún. „teljes profil” módszer, melynek alapvető jellemzőit és alkalmazhatóságát a kockázati tőke-befektetési döntési

<sup>38</sup> A kockázati tőke-befektetési döntési folyamat kutatásával foglalkozó szakirodalmi munkák fejlődéséről, a módszertani megközelítés változásairól részletes áttekintést ad Zacharakis és Shepherd (2007).

<sup>39</sup> Ilyen volt például a termék/szolgáltatás és a vállalat kompetitív pozíciója a versenytársakhoz képest, valamint a termék/szolgáltatás technológiai-technikai megfelelősége.

<sup>40</sup> A szerzők szerint egy lehetséges magyarázat erre a jelenségre az, hogy ezek a szempontok csak a döntési folyamat későbbi szakaszaiban válnak majd fontossá a befektetők számára.

folyamat modellezésére Shepherd és Zacharakis (1999) mutatta be egy külön tanulmányban. A módszer lényege, hogy a kutatásban résztvevő befektetőknek valós idejű döntéseket kell hozniuk ún. hipotetikus projektprofilok alapján. Minden egyes projektprofil adott számú projekt attribútumból vagy tulajdonságból áll, melyeknek különböző szintjei lehetnek.<sup>41</sup> A conjoint kísérlet során a résztvevő alanyoknak (jelen esetben a kockázatitőke-befektetőknek) egyszerre több ilyen projektprofil is értékelniük kell egymás után úgy, hogy az adott profil tulajdonságkészlete alapján eldöntik, mennyire tartják vonzónak az adott befektetési lehetőséget. A módszer előnye, hogy a valós idejű döntéshozatalt modellezi, megállapíthatók az értékelés kulcsfontosságú kritériumai, valamint az, hogy az egyes kritériumok egymáshoz képest mennyire fontosak. Hátránya ugyanakkor, hogy nem valós projektekről kell dönteni nem valós környezeti feltételek között, a döntési folyamatból pedig mellőzve van az információgyűjtési szakasz, hisz a befektető számára minden információ adott az egyes projektprofilokon.

A conjoint elemzés teljes profil altípusát használta Riquelme és Rickards (1992) is, akik egyrészt rámutattak arra, hogy a befektetési javaslatok szűrése során, a kockázatitőke-befektetők viszonylag kevés kritérium alapján döntenek el egy projektről, hogy ígéretes-e vagy sem, illetve azt is megmutatták, hogy a döntési folyamat előrehaladtával más-más kritériumok lesznek meghatározóak a projektek értékelésében. A vállalkozó releváns tapasztalata, a prototípus rendelkezésre állása, valamint a termék/szolgáltatás egyedi tulajdonságai a döntési folyamat elején voltak fontosak, míg később a termék bruttó eredményhányada és a szabadalmi védelem mértéke volt döntő.<sup>42</sup> Az értékelés későbbi szakaszában ugyanakkor a befektetők számára az előszűrés során figyelembe vett szempontokon kívül a termék bruttó eredményhányada és a szabadalmi védelem mértéke voltak döntőek.<sup>43</sup>

Szintén a conjoint elemzés teljes profil módszerét használta Shepherd (1999/a) is, aki ugyanakkor a kísérlet után egy kérdőíves felmérést is lefolytatott annak ellenőrzésére, hogy a kutatásban résztvevő befektetők utólagosan is ugyanazokat a kritériumokat tartják-e fontosnak, mint a valós idejű kísérletkor. Az eredmények rámutattak arra, hogy a befektetők által kinyilvánított és ténylegesen alkalmazott döntési gyakorlat között eltérés van, a kockázatitőke-befektetők ugyanis a conjoint kísérlet során sokkal fontosabbnak tartották a vállalkozó releváns iparági tapasztalatának meglétét, mint az összes többi másik kritériumot. Ezzel szemben, amikor utólag, a kérdőív kitöltése során kellett értékelni ugyanazokat a szempontokat, a vállalkozó iparági tapasztalata mellett ugyanolyan fontos volt az iparági verseny mértékének szintje is, melytől a jelentőséget tekintve alig maradt el az első belépők által elérhető piacvezető pozíció fenntarthatóságának ideje és a piacra lépés módja.<sup>44</sup> Ugyanezt a jelenséget erősítette meg Zacharakis és Meyer (1998) kutatása is, mely szerint utólagosan a menedzsment vezetői kvalitásai és tapasztalata voltak a legmagasabbra értékelt szempontok, míg a valós idejű döntéshozatalkor a célpiaccal kapcsolatos kritériumok (piac mérete, növekedése és a versenytársak) voltak a meghatározóak azt követően, hogy a döntési folyamat előrehaladtával a befektetők egyre több információhoz jutottak a célpiacra vonatkozóan.

<sup>41</sup> Ilyen projekt tulajdonság lehet például a vállalkozás által megcélzott piacban rejlő növekedési potenciál. Ennek a tulajdonságnak az egyik szintje lehet magas, a másik pedig alacsony.

<sup>42</sup> A kutatók az előszűrés szakasz elejét „nem-kompenzáló” („*non-compensatory*”) szakasznak nevezték, aminek a lényege az, hogy ha egy projekt gyengén teljesít egy ebben a szakaszban fontos döntési kritérium kapcsán, akkor azt nem kompenzálhatja az, hogy a projekt túlteljesíti az összes többi másik olyan kritériumot, mely ebben a szakaszban releváns. Ebből következik, hogy ha a projekt nem éri el akár csak az egyik fontos értékelési kritérium esetében sem a minimálisan elvárt szintet, akkor hiába múlja felül a többi kritériumra jellemzően elvárt minimális értéket, a projekt végül mégis elutasításra kerül.

<sup>43</sup> Ez a későbbi értékelési szakasz már „kompenzáló” („*compensatory*”) volt, azaz, a projekt egy adott kritérium kapcsán fennálló gyengeségét kompenzálni tudja az, ha a projekt jelentősen túlteljesíti a többi, ebben a szakaszban fontos kritérium minimálisan elvárt szintjét.

<sup>44</sup> Egy újonnan létrejött piaci szegmensben elsőként lép-e piacra vagy egy iparág késői fejlődési szakaszában, nem első belépőként.

A teljes profil módszert alkalmazva Franke et al. (2006 és 2008) csak a projektek mögött álló menedzsment csapat tulajdonságaira koncentrált a kockázatitőke-befektetési döntési folyamat során. Az eredmények szerint a befektetők azt preferálják, ha a csapat tagai közül néhányan rendelkeznek releváns iparági és vezetési tapasztalattal, felsőfokú végzettséggel lehetőleg különböző szakterületekről<sup>45</sup>, közös szakmai múlttal, illetve 35-45 év közötti átlagos korosztállyal. Ráműtettek továbbá a befektetési döntési folyamat egy fontos szisztematikus hibájára, az ún. hasonlósági torzításra (similarity bias), mely szerint a csapatok értékelése során a kockázatitőke-befektetők azokat részesítették előnyben, melyek iskolai végzettsége, vagy szakmai háttere hasonlított a projektet értékelő befektető iskola végzettségére vagy szakmai hátterére. Emellett, a döntési folyamatban történő továbbhaladás függ attól is, hogy az adott projekt ugyanazon alapkezelőn belül melyik befektetési szakemberhez kerül és az milyen interakciót alakít ki a menedzsmenttel.

A conjoint elemzés másik altípusát, az ún. választásos módszert (trade-off) használta Muzyka et al. (1996) a projektértékelési kritériumok egymással szembeni relatív fontosságának megállapítása érdekében. A kutatók összesen 35 kritériumot állítottak fel, melyeket hét csoportba rendeztek: pénzügyi (1), termék-piac (2), stratégiai-kompetitív pozíció (3), a befektetési alap profiljába való illeszkedés (4) menedzsment csapat vezetői és szakmai tapasztalata (5), menedzsment csapat funkcionális kompetencia készlete (6), s végül az ügylet jellemzőivel kapcsolatos kritériumok (7).<sup>46</sup> A kutatás eredményei szerint a legfontosabb projektértékelési szempontoknak az (5)-ös csoportban található minősültek, nevezetesen a menedzsment csapatban és a projektvezetőben meglévő vezetői potenciál, a releváns iparági tapasztalat megléte, valamint a menedzsment csapat és a projektvezető szakmai tapasztalata. Ezeket követte a fontossági sorrendben a termék azon képessége, hogy versenyképes piaci pozíciót tudjon fenntartani hosszú távon és, hogy a menedzsment is képes legyen ennek biztosítására a piacon. A projekt illeszkedése a kockázatitőke-befektető profiljához (4-es csoport) és az ügylet általános jellemzői (7-es csoport) nem minősültek döntő fontosságú kritériumoknak.

Az esettanulmányok oldaláról közelítette meg a kockázatitőke-befektetési döntési folyamatot Silva (2004), aki egy befektetési alap operatív működésében történő személyes részvétellel vizsgálta a befektetési ügyletek értékelése során figyelembe vett fontosabb kritériumokat. Az egyik ilyen kiemelt kritérium a projekt mérete volt, a befektető ugyanis igyekezett elkerülni a kisebb ügyleteket, mivel azok menedzselésénél nem érvényesültek a méretgazdaságosság elvei. Fontos kritériumnak számított még az alapító-menedzser tapasztalati háttere, személyes elkötelezettsége és a projekt kulcstényezőinek alapos ismerete. A preferált projekt továbbá gyors növekedési potenciállal rendelkezett és hosszú távon fenn tudta tartani kompetitív előnyét a versenytársakkal, helyettesítő termékekkel szemben.

Valós üzleti tervekből nyert adatokat tanulmányozva Kirsch et al. (2009) arra a következtetésre jutott, hogy a befektetési döntés meghozatalához szükséges kritikus információkat a kockázatitőke-befektetők nem az üzleti terv dokumentumain, hanem egyéb alternatív csatornákon keresztül szerzik meg. Mindössze három tényező, a menedzsment csapat létszáma, és a korábbi vállalkozói és iparág-specifikus szakmai tapasztalat megléte voltak azok, melyek szignifikánsan magyarázni tudták a pozitív befektetési döntés bekövetkezését. Ezen információk

<sup>45</sup> A menedzsment tagjainak funkcionális diverzitása Beckman et al. (2007) szerint is növelte a tőkebevonás sikerességének esélyét, a start-up cégeknél szerzett korábbi tapasztalat és a közös szakmai múlt viszont meglepő módon nem.

<sup>46</sup> A kutatásban résztvevő befektetőknek egy kérdőívet kellett kitölteniük, melyben 53 egymástól független kritériumpárt kellett értékelniük úgy, hogy mindegyik kritériummal kapcsolatban három választási lehetőségük volt. Ez azt jelentette, hogy egy kritériumpár értékelése egy 3x3-as mátrix alapján történt, melynek elemeit a válaszadó adta meg 1-től 9-ig attól függően, hogy a kritériumpár lehetséges válaszlehetőségeinek adott kombinációját mennyire értékelte fontosnak (az 1-es jelentette a legvonzóbb kombinációt, a 9-es a legkevésbé vonzó).

döntéshozó mértékét azonban a kockázati tőke-befektetők az üzleti terv dokumentumaiban közölt információktól függetlenül ítélték meg.

Petty és Gruber (2011) egy európai kockázati tőke-befektető archív projekt adatainak elemzése után, az értékelt projektek befektetői portfólióba történő illeszkedését és az új projekt értékelésére rendelkezésre álló időt emelték ki kritikus tényezőkné. A befektetők, annak megítélését, hogy az adott lehetőség mennyire illeszkedett a portfóliójukba a vállalkozás földrajzi elhelyezkedésére, életciklusára alapozták, illetve arra is, hogy az új projekt teremt-e majd versenyhelyzetet a már portfólióban lévő többi céggel.

Baum és Silverman (2004) kanadai, kockázati tőkével finanszírozott biotechnológiai cégek historikus adatait vizsgálták és kimutatták, hogy azok a vállalkozások, melyek menedzsmentje több tagból állt és ahol egy-egy vezető egyszerre több aktuális pozícióval is rendelkezett (pl.: elnöki vagy vezető pozíció egy másik start-upban), nagyobb összegű kockázati tőkét tudtak bevonni működésükbe. Hasonló hatása volt a vállalkozások által birtokolt szabadalmak számának, valamint annak is, hogy a biotechnológiai cégek mennyire intenzív kapcsolatot tudtak kiépíteni az ötletek kereskedelmi bevezetését segítő disztribúciós csatornákkal, termelési létesítményekkel, a pótlólagos forrást biztosító tőkebevonási lehetőségekkel, valamint a marketing és klinikai kísérleti lehetőségekkel. A szerzők megjegyezték ugyanakkor azt is, hogy a kockázati tőke-befektetők gyakran hajlamosak túlértékelni a menedzsment fontosságát, ami rossz befektetési döntésekhez vezethet.

A kockázati tőke-befektetési döntéseknél alkalmazott projektértékelési kritériumokkal foglalkozó szakirodalmi források egy fontos részalmozását jelentik azok a munkák, melyek nem pusztán arra keresik a választ, hogy mik azok a szempontok, melyek fontosak egy befektetés értékelése során, hanem melyek azok, amik döntően meghatározzák egy adott projekt sikerességét vagy kudarcát. Az ezzel a témával foglalkozó első kutatások szintén az angolszász területeken készültek, módszereiket tekintve pedig egyszerű kérdőíves felméréseken alapultak (Roure és Maidique [1986], Stuart és Abetti [1987], MacMillan et al. [1987] és Rea [1989]). A források szerint, a legfontosabb két szempont, melyek döntően befolyásolni tudják egy befektetési projekt sikerességét vagy bukását az alábbiak:

1. **Menedzsment:** a forrást kereső projekt vagy vállalkozás tevékenységét irányító vezetői csapat teljesítménye és bizonyos tulajdonságai nagymértékben befolyásolni tudják egy befektetés sikerességét. A kutatásokban ugyanakkor nagyon változó azon menedzsment jellemzők köre, melyek a sikert befolyásolhatják. Beletartozik például az iparági és szakmai tapasztalat, a funkcionális területek lefedettsége, valamint a csapat tagjainak belső tulajdonságai (lelkesség, dinamikuság, kockázattűrés, kreativitás, kommunikációs és kapcsolatteremtő képesség) is.
2. **Célpiac:** a menedzsment szükséges, de nem elégséges feltétele egy projekt vagy vállalkozás sikerességének, emellett ugyanis a célpiaccal kapcsolatos ismérvek is fontos befolyásoló tényezőknek számítanak. Az ismérvek halmaza azonban ebben az esetben is tág, a termék/szolgáltatás piaci fogadtatása, az elérendő részesedés nagysága, a magas vevőkoncentráció, az alacsony intenzitású verseny, a gyors növekedési ütem, a versenytársakkal szembeni védelem, a fenntartható kompetitív előny és egy szűkebb piaci szegmens kiszolgálása egyaránt megjelenik benne.

A két kulcsfontosságú kritérium mellett, egyes kutatások kiemelik még a termék vagy szolgáltatás versenytárs termékekkel szembeni teljesítményjavító képességének jelentőségét, a benyújtott üzleti terv kidolgozottságát, a szervezeti struktúrán belül érvényesülő szorosabb

irányítási mechanizmus hasznosságát, valamint a menedzsment, illetve alapítók számára is megfelelő motivációt biztosító tőkefinanszírozási konstrukció fontosságát is.

Roure és Keeley (1990), konkrét vállalati esetpéldákon, üzleti terveken és befektetői dokumentációkon keresztül vizsgálták a projektek vagy vállalkozások sikerességét befolyásoló tényezőket, majd ugyanazokat a főbb kritériumcsoportokat különítették el, mint a kérdőíves módszert alkalmazó kutatók. A menedzsment funkcionális összetétele és közös szakmai múltja, a várható célpiaci részesedés nagysága, a célpiacon elérhető vevők száma és a verseny intenzitása, valamint a termék vagy szolgáltatás csúcstechnológiai jellege és a fejlesztésre fordított idő voltak azok a szempontok, melyek a sikerességet meghatározták. Szintén esettanulmányok alapján vont le következtetéseket Boocock és Woods (1997) is, akik ugyanakkor a legfőbb befektetői elutasítási okoknak a hiányos üzleti tervet, a nem elég nagy növekedési potenciálú, érett vagy hanyatló stádiumban lévő célpiacot és USP-k hiányát emelték ki, valamint azt, hogy az adott projekt nem illett a befektető profiljába.

A conjoint elemzés „teljes profil” típusát használta fel Shepherd (1999/b) arra, hogy megvizsgálja, melyek azok a tényezők, amelyek a leginkább elősegítik egy induló vállalkozás túlélését. A hipotetikus projektek értékelése után, a menedzsment releváns iparági tapasztalata, valamint a célpiachoz kötődő kritériumok számítottak fontos ismérveknek, ezen belül is főleg a verseny alacsony intenzitása, a piacvezető pozíció elérésének lehetősége, valamint a vállalkozás azon képessége, hogy hatékonyan el tudja oszlatni a fogyasztók termékkel/szolgáltatással kapcsolatos kételyeit. A szerző megjegyezte, hogy a menedzsment releváns iparági tapasztalata összességében azért lehetett fontosabb a piaci faktoroknál, mert ez utóbbiakat valós idejű döntéshozatal esetén sokkal nehezebb pontosan értékelni, a környezetben rejlő túlzott bizonytalanság miatt, így a befektetők inkább a menedzsment értékelésére támaszkodnak.

Személyes interjúkat lefolytatva, a kockázatitőke-befektetésben részesült vállalkozások bukásával kapcsolatban nem nevezett meg konkrét okokat Zacharakis et al. (1999), ehelyett általánosságban belső, vagyis a vállalkozáshoz köthető, elsősorban menedzsment és külső (pl.: piaci) okok között tett különbséget. A kutatók arra keresték a választ, hogy vajon a befektetők és vállalkozók mivel magyarázzák saját és mások bukásának okait. A vállalkozók saját sikertelenségüket sokkal kevésbé magyarázták belső okokkal, mint más vállalkozó társaik tevékenységének bukását. Hasonlóan, a befektetők is, saját projektjeik sikertelenségével szemben sokkal elnézőbbek voltak és a bukást inkább magyarázták külső okokkal, mint belsővel. Amikor azonban már nem a saját, hanem versenytársaik portfóliócégeiről beszéltek, akkor a bukást elsősorban nem külső, hanem belső tényezőknek tulajdonították.<sup>47</sup>

Kaplan et al. (2009) korábban kockázatitőke-befektetésben részesült, majd tőzsdére vitt cégek működési teljesítményét vizsgálva arra a következtetésre jutott, hogy a siker szempontjából az üzleti modellnek nagyobb jelentősége van, mint a menedzsmentnek. Ha az üzleti modell kidolgozottsága megfelelő és üzletileg stabil, akkor ez megalapozhatja hosszútávon a cég sikerességét még úgy is, hogy időközben az alapító vagy a menedzsment tagjainak személye megváltozik. Az alapítóknak természetesen nagy szerepük van az üzleti modell kidolgozásában és a működés lényeges elemeinek megteremtésében (pl.: üzletágak, immateriális javak, szabadalmak) de ezt követően, ha az üzleti modell beválik, akkor helyettesíthetők új szakemberekkel. Szembemegy ezzel a megállapítással Gompers et. al. (2016), akik szerint a menedzsment a siker záloga, nem pedig az üzleti modell, a termék vagy a megcélzott piac. A vezetők értékelése pedig képességeik, iparági és vállalkozási tapasztalatuk, elhivatottságuk, valamint a csapatmunkára való alkalmasságuk alapján történik.

<sup>47</sup> Zacharakis (1999) a jelenségre tulajdonítási hibaként („*contribution bias*”) hivatkozik.



Az eddig bemutatott kutatásokban, a befektetési lehetőségek értékelésénél figyelembe vett kritériumok gyakran ömlesztett formában jelentek meg, azaz a kutatók nem foglalkoztak azzal, hogy ugyanazon értékelési kritériumok fontossága változhat-e a befektetési döntési folyamat előrehaladása során. Boocock és Woods (1997) tanulmánya ugyanakkor rávilágított arra, hogy a kockázatitőke-befektetési döntési folyamat legelején még az üzleti tervvel és a célpiaccal kapcsolatos szempontok azok, amiken múlik, hogy egy projekt tőkét kaphat-e vagy sem, míg a későbbi fázisokban már a menedzsmenttel kapcsolatos kritériumok mérlegelése kerül előtérbe. Hasonló következtetésre jutott Kollman és Kuckertz (2010) is, akik szerint egy befektető, a befektetési döntési folyamat elején a termék vagy szolgáltatás innovativitását tudja leginkább megítélni, valamint azt, hogy az adott projekt mennyire illeszkedik a tőkealap által követendő befektetési stratégiába. A menedzsment elkötelezettségét és vezetői képességét, a termék vagy szolgáltatás piaci fogadtatását, illetve az elérhető hozamot viszont csak a döntési folyamat későbbi szakaszaiban tudja értékelni a befektető, de ott sem teljes megalapozottsággal. Petty és Gruber (2011) kutatásában a termék vagy szolgáltatás tulajdonságai (pl.: minőségi kérdések, előnyök a potenciális versenytársak termékeihez/szolgáltatásaihoz képest) voltak azok a kritériumok, melyek a befektetési döntési folyamat elején fontosak voltak, míg a későbbi fázisokban a projekt értékelésével és strukturálásával kapcsolatos szempontok kerültek előtérbe, a menedzsment tulajdonságok ugyanakkor nem. A szerzők szerint ez azzal magyarázható, hogy a menedzsment terén fennálló hiányosságok cserével, vagy új vezetők bevonásával bármikor kezelhető a befektetők részéről.

Capasso et al. (2014) egy érett vállalati életszakasz finanszírozásával foglalkozó olasz kockázatitőke-befektető projektértékelési tevékenységét vizsgálták és rámutattak arra, hogy a befektetési folyamat ügyletgenerálási, szűrési, részletes átvilágítási és strukturálási szakaszában is, a legfontosabb kritérium, melyet az értékelésnél figyelembe vesznek a céltársaság múltbeli teljesítménye. Az ügyletgenerálásnál és a részletes átvilágításnál fontos volt még a projekt mérete, illetve utóbbi döntési szakasznál az üzleti kockázat szintje is. A szerzők ugyanakkor kiemelik, hogy a befektetői döntés kimenetelét a céltársaság kulcsembereinek azon szándéka is nagymértékben befolyásolja, hogy mennyire érdekeltek és motíváltak abban, hogy a befektetőt bevonják cégükbe partnerként.<sup>48</sup> Ennek megfelelően, ha a céltársaság nem adja át időben az értékeléshez és átvilágításhoz szükséges adatokat, a működés nem elég transzparens, illetve az alapítót vagy menedzsmentet nem érdekli a folyamat gördülékeny végigvitele, akkor emiatt könnyen kudarcba fulladhat a tőkebevonás. Hasonló következtetésre jutott Simic (2015) is, aki szerint a befektetői oldal által fontosnak tartott kritériumok mellett, a projektek értékelésénél figyelembe kell venni az eredeti alapítók hajlandóságát is arra vonatkozóan, hogy egy tőkebefektetőt bevonjanak maguk mellé a működésbe. Ennek megítélése például azon alapulhat, hogy a céltársaság alaptóinak kommunikációja mennyire korrekt, illetve, hogy fel vannak-e készülve arra, hogy engedjenek a saját tulajdoni részesedésükből és akár változtatásokat hajtsanak végre a menedzsment csapatuk összetételén.

A befektetési lehetőségek értékeléséhez használt kritériumok fontosságának vizsgálatánál kevés kutatás törekedett arra, hogy az eredményeket aszerint is bemutassa, hogy közben különbséget tesz az eltérő vállalati életszakasz finanszírozására szakosodott kockázatitőke-befektetők között. Dubini (1989) szerint például – aki kutatásában csak a menedzsmenthez köthető ismérveket vizsgálta – az érett piacon működő vállalkozásoknál a csapat tagjai által kifejtett intenzív erőfeszítés és a releváns piacismeret voltak a sikert meghatározó tényezők, míg a technológia-intenzív, gyorsan növekvő piacokon működő vállalkozások esetében a menedzsment kockázatkezelő képessége volt a teljesítményt legjobban magyarázó változó. Elango et al. (1995) kutatásában a korai szakaszt preferáló befektetők számára az adott vállalkozás által nyújtott

<sup>48</sup> A kutatás eredményei szerint a projektek értékelését a felhasznált szempontok közül, a befektetői oldal által fontosnak tartott kritériumok és a céltársaság alapítóinak, menedzsmentjének a tőkebevonási folyamat sikerességéhez való hozzáállását mérő szempontok 40-40%-os mértékben befolyásolták.

termék/szolgáltatás egyedisége és a célpiac kellően nagy növekedési potenciálja számított a legfontosabbnak, míg a későbbi életszakaszok finanszírozására koncentrálnó befektetőknek a vállalkozást irányító menedzsment tulajdonságai kerültek előtérbe, noha ezt vizsgálatukkal nem tudták empirikusan igazolni. Az Eisele et al. (2004) tanulmányában résztvevő korai fázisú ügyletek finanszírozására szakosodott befektetők a termék/szolgáltatás egyediségét fontosabbnak tartották, mint a késői vállalati életfázist preferáló befektetők, akik viszont a menedzsment célpiaci ismereteit emelték ki. Vállalati életszakasztól függetlenül fontosnak számított a menedzsment csapat minősége, a befektetői részesedés felértékelődési potenciálja és a termék vagy szolgáltatás bizonyítható hasznossága a vevői célcsoport számára. Gompers et al. (2016/a és 2016/b) szerint a korai fázisú és főleg IT profilú befektetési lehetőségeknél a befektetők a menedzsment csapat értékelésére, míg a késői vállalati életszakaszra koncentrálnó befektetők inkább az üzleti modellre, a cég versenyképességi pozíciójára, a termékre és a reális cégértéken történő beszámításra helyezték a hangsúlyt. Fontos volt számukra továbbá annak mérlegelése is, hogy a befektetést követően, a vállalati működés restrukturálásával (*operational engineering*) és finanszírozási tőkeáttétel alkalmazásával hogyan tudják majd a cég, s ezen keresztül a befektetésük értékét is növelni.

A befektetők valamely más szempont történő csoportosítása szintén hatással lehet a projektek értékelésnél figyelembe vett kritériumok fontosságára. Knockart et al. (2010) a korai fázisú, csúcstechnológiai cégekre szakosodott befektetőket három jól elkülöníthető csoportra bontotta és megmutatta, hogy mindegyik esetében más-más értékelési kritérium számított fontosnak. A *pénzügyi befektetők* számára a projekten elérhető potenciális hozam volt az első helyen, melyet a menedzsment csapat funkcionális (üzleti és műszaki) komplexitása követett. A *technológiai befektetőknek* ugyanakkor a termék vagy szolgáltatás szabadalmi védetősége volt a legfontosabb, melyet a menedzsmenttel kiépített erős személyes kapcsolat, a termék egyedisége és a célpiac potenciális növekedési üteme követett. Végezetül, az utolsó csoportot az ún. *személyközpontú befektetők* alkották, akik pedig a humántényezőkre figyeltek elsősorban úgy, mint a menedzsment vezetői képességeire, szakmai tapasztalataira és funkcionális komplexitására. A szerzők emellett kimutatták azt is, hogy a kezelt alap tulajdonságai (életkor, kezelt tőke, szektorfókusz) és az alapot irányító menedzserek tulajdonságai (iskolai végzettség, a szakmai tapasztalat iparági területe) szintén hatással vannak arra, hogy végül pontosan milyen projektszűrési tevékenység fog az adott befektetőnél megvalósulni.

Dimov et al. (2007) szerint minél nagyobb a kockázattőke-alapokat kezelő partnerek pénzügyi szektorban szerzett tapasztalatának mértéke és szakmai kapcsolatrendszerük kiterjedtsége, annál kisebb a valószínűsége, hogy korai fázisú befektetési tranzakciókat valósítsanak meg. A kutatók mindezt azzal magyarázták, hogy a korai fázisú ügyletek túlzott kockázatosága miatt a befektetők inkább elkerülik ezek finanszírozását azért, hogy ne veszélyeztessék saját piaci pozíciójukat.

Végezetül, Zacharakis et al. (2007) a kockázattőke-befektetők eltérő földrajzi hovatartozása alapján vizsgálta az értékelési kritériumok jelentőségét, s rámutatott arra, hogy az amerikai befektetők számára a piaci alapú faktorok (a célpiac mérete és növekedési üteme) fontosabbnak számítottak, mint a humántényezők (a csapat egyes tagjainak vezetői és célpiaci tapasztalata). A kínai befektetők számára ugyanakkor két humántényező, a vezetői és a célpiaci tapasztalat meglehetősen fontos, míg a piaci tényezők szerepe ezekhez képest kisebb hangsúlyt kapott. A koreai befektetők ezzel szemben mindkét tényező csoportnak alacsonyabb jelentőséget tulajdonítottak, mint társaik. Mindezek eredőjeként a szerzők megállapították, hogy a szabályozói környezet is hatással van a befektetési lehetőségek értékelésénél figyelembe vett kritériumokra, Kína esetében ugyanis, a törvényi szabályozás hiányosságai miatt nagyon fontos, hogy a befektető és vállalkozó között erős bizalmi kapcsolat jöjjön létre.

Az eddig bemutatott, a befektetési projektek értékelése során fontosnak tartott kritériumokról készített kutatási munkák eredményeit foglalja össze időrendben a 2. számú melléklet táblázata, mely a szerzők és a kutatás idejének feltüntetése mellett tartalmazza a kutatás módszerét, földrajzi területét és az értékelési kritériumokat is az alábbi hat csoportra bontva:

1. A vizsgált projektre vonatkozó kritériumok,
2. A projekt mögött álló menedzsmentre vonatkozó kritériumok,
3. A projekt által megcélzott piacra vonatkozó kritériumok,
4. A termékre vagy szolgáltatásra vonatkozó kritériumok,
5. Az exitre vonatkozó kritériumok,
6. Egyéb kritériumok.

Noha az összefoglaló táblázat alátámasztja az értekezésem elején tett azon megállapításomat, mely szerint a befektetési döntéshozatal során vizsgált értékelési kritériumok kapcsán nincsen tökéletes összhang a kutatások és így a befektetők között sem, mégis az értékelési szempontok közül kiemelkednek a menedzsmenthez köthető tényezők, melyekből összesen 91-et azonosítottam az általam feldolgozott tanulmányokból. Ezek közül a leggyakrabban a vezetői és szakmai tapasztalat fordult elő, mint döntő kritérium, sőt a kettő közül egyértelműen az utóbbi számított a legfontosabbnak, mivel a 31 tanulmányból 21 esetében jelent meg. A menedzsment által birtokolt személyes, belső tulajdonságok jelentősége szintén sokszor említésre került, ezen kategórián belül viszont a kutatások több különböző személyiségjegyet tüntettek fel (pl.: képes állandó és intenzív erőfeszítésre, a kockázatok megfelelő értékelésére és kezelésére, stb.). A menedzsment jelentőségét igazolja, hogy több tanulmány csak és kizárólag erre az egyre koncentrált a vizsgálata során (Dubini [1989], Franke et al. [2006, 2008], Beckman et al. [2007], Kirsch et al. [2009]) és kiderült az is, hogy ugyanennek a szempontnak a fontosságát meglehetősen sokféle aspektusból közelítették meg a kutatók és a kutatásokba bevont befektetők is. Mindebből következik, hogy a befektetési javaslatok értékelése során a menedzsment döntő, de rendkívül összetett szempont, ami nehezíti annak megítélését, hogy egy adott menedzsment csapat valóban képes lesz-e sikerre vinni azt a projektet, melyet a befektető a saját forrásával is támogatni kíván.

A célpiaccal kapcsolatos kritériumok összesen 42-szer fordultak elő a kutatásokban, a legfontosabb szempontnak pedig ezek közül a célpiac jelentős növekedési üteme számított, mely a 31 tanulmányból 10-nél jelent meg. A piac mérete és a verseny intenzitásának mértéke szintén kiemelkedett ezen kategórián belül, ami egyértelmű, hisz egy befektető számára a befektetésének pénzügyi megtérülése elsődleges, ez viszont csak úgy érhető el, ha az általa megfinanszírozott projekt egy olyan dinamikusan növekvő piacot céloz meg, ahol a verseny kicsi vagy, még ha átmenetileg is, de relatíve alacsonyan tartható. Ezekkel a megállapításokkal szorosan összefügg a befektetők által a termékkel/szolgáltatással szemben támasztott azon elvárások, melyek a kutatások szerint a szabadalmi, jogi védettségre, az egyedi tulajdonságokra és a fenntartható kompetitív előnyre, pozícióra vonatkoztak. Ezek megléte ugyanis hozzájárulhat a vállalkozás által nyújtott termék vagy szolgáltatás piaci helyzetének stabilitásához és a versenytársak termékeivel szembeni differenciáltsághoz.<sup>49</sup>

A befektetések realizálását, vagyis az exitet érintő kategórián belül a megtérülési ráta, illetve a projekt pénzügyi teljesítménye számított a legfontosabb értékelési szempontnak, mely a 31 kutatásból hétnél jelent meg. Az elvárt megtérülés vagy hozam természetesen befektetőnként, kutatónként nem feltétlenül volt egységes, de ez nem változtat azon a tényen, hogy a befektetők már a döntési folyamat elején mérlegelik azt, hogy az adott projekten várhatóan

<sup>49</sup> Az összefoglaló táblázat megerősíti Simic (2015) azon következtetését, hogy a kockázati- befektetési lehetőségek értékelési kritériumaival foglalkozó kutatások két fő csoportra oszthatók, melyek közül az egyik csoport szerint a projektek értékelése döntően a menedzsment tulajdonságain, míg a másik csoport szerint a célpiaccal vagy a termékkel kapcsolatos kritériumokon alapul.

mekkora hozamot tudnak majd elérni. Az egyéb csoportba tartozó kritériumok között nem volt olyan, mely számottevően több forrásban is előfordult volna, így ez a csoport egyfajta gyűjtőhalmazként funkcionál az egyedileg azonosított, de az adott kutatás megközelítése vagy befektetői mintája szerint fontos tényezőknek.

Noha az előszűrési fázis lefolytatása rendszerint rövid időt vesz igénybe, a befektetési javaslatok döntő hányada mégis már ebben a korai szakaszban elbukik. A befektető csak azokat a javaslatokat kezdi el részletesen is vizsgálni, melyek illeszkednek működési profiljába és az előzetes szűrési kritériumok alapján is vonzóknak tűnnek.<sup>50</sup> A **részletes átvilágítás** (vagy a gyakran használt angol megfelelője a „*due diligence*”) célja, hogy a kockázatitőke-befektető több oldalról is alapos elemzés alá vesse a projektet és meggyőződjön arról, hogy érdemes-e az ügyletet megfinanszírozni vagy sem. Arról azonban, hogy a vizsgálat mennyi ideig tart és eközben a befektető milyen tevékenységeket hajt végre, milyen kritériumok alapján vizsgál, a szakirodalmi források nem nyújtottak egységes képet. Mindebből következik, hogy az alkalmazott átvilágítási gyakorlat befektetőről-befektetőre változik, ami gyakran előre nem definiált lépéseket foglal magába. Gladstone (1997) művének magyar fordításában a „*due diligence*” mint „köteles gondosság” jelenik meg, melynek során a kockázatitőke-befektető számos tevékenységet hajt végre. Személyes látogatást tesz a forrást kereső vállalkozásnál, további interjúkat kezdeményez a vezetéssel, felkeresi a menedzsmenst és alapítók korábbi üzlettársait, munkáltatóit és kapcsolatba lép a meglévő és potenciális vevőkkel, szállítókkal és a vállalkozás esetleges külső befektetőivel is. Saját piaci és iparági elemzést készít, felkeresi a vállalkozás versenytársait is és megvizsgálja ezek és a hasonló tevékenységű cégek pillanatnyi piaci értékét (Fried és Hisrich [1994] és Gladstone [1997]). A vállalkozás jogi, pénzügyi és technológiai átvilágítása is megtörténik, sőt mivel a befektetők nem elégszenek meg a gyakran túl optimista üzleti tervben bemutatott piaci előrejelzésekkel és számokkal, így ezek mellett elkészítik saját számításait is ellenőrzés végett (Sweeting, 1991/a).

Camp (2002) a részletes átvilágítást úgy jellemzi, mint egy kérdéssorozatot, melynek szisztematikus megválaszolásával a kockázatitőke-befektető jobban meg tudja érteni a projektet, ami növeli annak valószínűségét, hogy a folyamat végén megfelelő befektetési döntést hoz. Kutatása szerint a részletes átvilágítás során feltett kérdések kiterjednek a menedzsmenst, az üzleti lehetőség, valamint a megvalósíthatóság jogi és pénzügyi feltételeire:

- A menedzsmenst átvilágítása során a befektető értékeli a csapat teljességét, a főbb funkcionális területek (marketing, üzletfejlesztés, pénzügy, stb.) lefedettségét, a tagok közötti diverzitást,<sup>51</sup> az egyes pozíciókért felelős személyek elkötelezettségét, motivációját, képességeit, valamint szakmai-vállalkozói tapasztalatuk mértékét.
- Az üzleti lehetőség átvilágítása során a befektetők arról akarnak meggyőződni, hogy a termék/szolgáltatás mennyire innovatív, egy forradalmian új piac kialakítására ad módot vagy egy már meglévő piacon jelenik meg. Értékelésre kerül a termék/szolgáltatás minősége, az üzleti modell felépülése, a célpiac és fogyasztók azonosítása, a disztribúciós csatornák megléte, valamint a piacon lévő kompetitív helyzet azonosítása is, melyet befolyásol, hogy a vállalkozás terméke vagy szolgáltatása rendelkezik-e szabadalmi, jogi védettséggel.
- A pénzügyi és adó átvilágításnál a befektetők alaposan áttanulmányozzák a múltbeli pénzügyi kimutatásokat, a főbb adónemekből eredő esetleges adókockázatokat, az igényelt befektetés felhasználásának területeit és időbeli ütemezését, a jövőbeli forrásszükségletet,

<sup>50</sup> Sweeting (1991) kutatása szerint például a kockázatitőke-befektetőkhez beérkező összes projekt közül csak 8-20% jut tovább a részletes átvilágítás szakaszába.

<sup>51</sup> Diverzitás alatt a befektetők a menedzsmenst csapat tagjai által birtokolt eltérő tulajdonságjegyeket értik a szaktudás, szakmai múlt és háttér, személyiség és a jövőben elérendő célok terén Camp (2002).

valamint a tulajdonosi struktúrát. Nagy hangsúly helyeződik a projekt értékelésére is, melyet a befektető különböző eljárásokkal végez el.

A szakirodalmi források a részletes átvilágításon belül több belső szakaszt különböztetnek meg (Fried és Hisrich [1994], Boocock és Woods [1997], valamint Silva [2004]). A kezdeti szakaszok célja a további információgyűjtés, míg az utolsóké az, hogy a befektető megvizsgálja azokat az akadályokat, amik az ügylet esetleges finanszírozása előtt állhatnak. Az átvilágítás akár több hónapot is igénybe vehet, melynek kimenetele gyakran a projekt elutasítása (Boocock és Woods [1997] például 47%-os, Sweeting [1991/a] pedig 80-90%-os visszautasítási arányt mutatott ki ebben a fázisban).

A részletes átvilágítás gyakran egy menedzsment-prezentációval kezdődik, ami nemcsak a finanszírozandó projekt lényegi pontjainak bemutatása miatt fontos, hanem az első személyes benyomás miatt is, hiszen gyakran itt találkozik először egymással a befektető és a vállalkozás vezetői (akik gyakran az alapítók is). A menedzsment interjúk során a pénzügyi kimutatásoknak még nincs nagy jelentőségük, a befektetők inkább az apró hibákat keresik, amiken a projekt sorsa múlhat. Később a pénzügyi-piaci adatok ellenőrzésére is sor kerül, ami gyakran külső partnerek és tanácsadók bevonásával történik, amihez a befektetők kiterjedt szakmai kapcsolatrendszere nélkülözhetetlen.<sup>52</sup> A specialisták szerepe különösen akkor jelentős, ha valamilyen egyedi technológia vizsgálatáról van szó. A külső tanácsadók szakértői munkája mellett, a kutatási eredmények azt mutatják, hogy a kockázattólke-befektetők nagymértékben támaszkodnak a saját maguk által elvégzett átvilágítási feladatokra is, melyek a menedzsment mellett a benyújtott üzleti terv tartalmi megfelelőségére és alátámaszthatóságára, piacelemzésre, valamint a várható exit körülményeinek megítélésére irányulnak (Sweeting [1991/a], Wright és Robbie [1996], illetve Manigart et al. [1997]).

Az átvilágítási folyamat egyik fontos része a befektetést kereső vállalkozás értékének megállapítása, mely ugyanakkor több értékelési modell felhasználásával történhet. Gyakran előfordul a különféle árfolyam/nyereség mutatók (pl.: P/E ráták) vagy nyereségszorzók (pl.: EBIT vagy EBITDA<sup>53</sup> szorzók), valamint a diszkontált cash flow modell alkalmazása, de jellemző még az ugyanabban az iparágban megvalósult hasonló tranzakciók értékének használata is egyfajta benchmarkként. A sokféle modell közül ugyanakkor a befektetők zöme csak egy módszernek tulajdonít nagyobb jelentőséget, a többit pedig az így becsült érték ellenőrzésére használja (Wright és Robbie [1996], illetve Manigart et al. [1997]). Attól függően például, hogy az adott kockázattólke-befektető melyik országban működik, milyen vállalati életszakasz finanszírozására szakosodik, vagy milyen a tulajdonosi szerkezete, eltérő lehet az általa preferált értékelési modell. Egy öt ország befektetőit magába foglaló kutatásban Manigart et al. (2000) bemutatták, hogy az üzleti orientáltságú USA-ban és Egyesült Királyságban működő befektetők inkább az előrettekintő vagy historikus P/E alapú árazást és az EBIT szorzót, valamint a korábban megvalósított tranzakciókon alapuló értékelést preferálják. Ezzel szemben Hollandiában és Belgiumban a diszkontált cash flow módszer az elterjedtebb, míg Franciaországban ismét a múltbeli tranzakciós benchmarkok használata. Ami az értékeléshez felhasznált információs forrásokat illeti, az angolszász befektetők inkább a saját due-diligence jelentésükre támaszkodtak, míg a francia és belga tőkealap-kezelők a menedzsment tagjairól szerzett információkra és az üzleti tervre helyezték a legnagyobb hangsúlyt.

Ami a finanszírozott vállalati életszakaszt illeti, Wright és Robbie (1996) kutatása szerint a késői vállalati életszakaszra fókuszáló befektetők vagy a már megtörtént hasonló tranzakciókra, vagy

<sup>52</sup> A külső partnerek bevonása gyakran attól is függ, hogy a befektető melyik fázis finanszírozására koncentrál. A számviteli tanácsadók szerepe például a késői életszakaszban lévő cégek átvilágítása esetén fontos, hiszen ekkor rendelkezik az adott cég már értékelhető és vizsgálható pénzügyi múlttal (Fried és Hisrich, 1994).

<sup>53</sup> Az EBITDA (Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) a kamat-, adófizetés és értékcsökkenési leírás előtti eredményt jelenti.

azokra az értékelési eljárásokra támaszkodtak szívesebben, melyek döntően az adott vállalat múltbeli teljesítmény adataira épültek. Ezzel szemben a korai szakaszra koncentrálnak befektetők inkább a DCF módszert preferálták, hiszen célcsoportjukba inkább olyan vállalkozások tartoztak, melyek pénzügyi múltja minimális volt. Ennek a megállapításnak ugyanakkor ellentmond Gompers et al. (2016/a) kutatási eredménye, akik empirikusan igazolták, hogy a korai fázist preferáló befektetők az előrejelzés bizonytalansága miatt nem készítik cash flow tervet, s így a DCF módszer helyett is inkább a relatív értékelést használják. Gompers et al. (2016/b) szerint az NPV kalkulációt és DCF értékelést a főképp érett életszakaszban lévő cégek tulajdonosainak kivásárlására szakosodott befektetők sem használják, ehelyett kiszámolják a projekt belső megtérülési rátáját (IRR), az értékelést pedig a relatív módszerrel végzik el.

Seppa és Laamen (2001) felhívta a figyelmet arra, hogy a korai életszakaszban lévő befektetési lehetőségek értékelése rendkívül bizonytalan, mivel az ilyen típusú ügyletek kockázata számottevően magasabb, mint a késői szakaszú befektetéseké. A szerzők az opcióárazás területén ismert binomiális modellt<sup>54</sup> használták fel amerikai, csúcstechnológiai induló cégek értékelésére és bebizonyították, hogy ez a modell sokkal hatékonyabban tudja előrejelezni a befektetések várható hozamait és jövőbeli értékeit, mint a hagyományos értékelési modellek. Ennek egyik fő oka az, hogy a hagyományos modellek az értékelés során a futamidő alatt végig azonos szintű elvárt hozamot feltételeznek, ami egy rendkívül bizonytalan, időben állandóan változó kockázatú start-up befektetés esetén erősen torzított eredményekhez vezet. Wright és Robbie (1998) szintén egyetért az opcióárazási módszer használatával akkor, ha induló vállalkozások értékeléséről van szó. Érvelésünk szerint egy induló cég jövőbeli teljesítménye rengeteg kockázatot rejt magában, így nem tudható előre, hogy pontosan milyen növekedési vagy süllyedési pályát fog bejárni. Az opciós értékelés viszont lehetőséget ad arra, hogy a vállalkozás értékét különféle növekedési forgatókönyvek, illetve befektetési menetrendek feltételezésével vezesse le a befektető.

Miloud et al. (2012) a start-up befektetések értékét befolyásoló tényezőket vizsgálták és rámutattak arra, hogy az iparági növekedési ütem, termékdifferenciáltság szintje (ami magas marketing kiadásokkal jár), valamint az alapító tulajdonos releváns szakmai tapasztalata pozitívan tudja befolyásolni a vállalati értéket. Hasonlóan pozitív kapcsolatot mutattak ki a menedzsment csapat komplexitása, az adott vállalkozás kapcsolatrendszerének kiterjedtsége és az induló vállalkozások befektetést megelőző értéke között is. A kutatás következtetése az volt, hogy a forrást kereső cég értékét inkább az input tényezők, vagyis az ún. stratégiai menedzsment tényezők (iparági adottságok, csapat jellemzői, stb.) határozzák meg, mivel azok objektívebben ítélték meg, mint az output tényező, vagyis a vállalkozás várható jövőbeli cash flow-ja.

A részletes átvilágítás során, a vállalkozás értékének meghatározása mellett, a kockázati-tőke-befektetők megpróbálják megbecsülni a befektetésen elérhető hozamot is. A hozamvárás több tényező is befolyásolhatja, mint a befektetés életszakasza (start-up vagy kivásárlási tranzakció), várható időtávja, a vállalkozás tevékenységének technológiai jellemzői, a piaci és általános gazdasági feltételek, az iparági és termékpiacon körülmények, sőt még a befektető tulajdonosi háttere is. Noha a kutatások megemlítik, hogy a befektetők az egyes projektek tulajdonságait figyelembe véve általában egyedi hozamvárásról fogalmazznak meg, mégis referenciapontként gyakran alkalmaznak a kockázati-tőke ágazatra jellemző benchmark megtérülési szinteket

<sup>54</sup> A szerzők az ún. egyfázisú binomiális modellt használták, melynek lényege, hogy egy adott eszköz (jelen esetben a megvalósított kockázati-tőke-befektetés) lejáratig hátralévő futamidejét minél kisebb periódusokra felbontjuk, melyek mindegyikében a vállalat értéke kétféle irányban mozdulhat el. A modell szerkezete egy fa struktúrát alkot, mely végigköveti a befektetés értékének alakulását az egymást követő események mentén. Seppa és Laamen (2001) tanulmányában az egyes periódusok a befektetésben részesült vállalkozás fejlődési szakaszainak feleltek meg (magvető, start-up, expanzió, exit).

(Wright és Robbie [1996], illetve Manigart et al. [1997]).<sup>55</sup> Minél korábbi életszakaszban lévő vállalkozásról van szó, annál nagyobb a projekt befektetői finanszírozásában rejlő kockázat mértéke, ami így magasabb hozamelváráshoz is vezet. Dixon (1991) kutatásában például a befektetők átlagosan 29,1%-os hozamot vártak el, amit leginkább a vállalkozás életszakaszától tettek függővé. Manigart et al. (2002) a korai fázisú ügyleteket tekintve 36-45%-os, míg a késői szakaszú tranzakciók esetében 26-30%-os hozamelvárással találkoztak. Bebizonyították, hogy a vállalkozás fejlesztésébe és ellenőrzésébe befektetett erőforrás mennyisége és a várható befektetési időtáv rövidege szintén növelő hatást fejt ki az elvárt hozamra, valamint, hogy a független státuszban lévő kockázati tőkések<sup>56</sup>, az általuk kezelt alapok végbefektetői felől érkező hozamkényszer miatt szintén magasabb megtérülést várnak el a tranzakcióik után. A kutatás további érdekes eredménye szerint, a felhalmozódott nagy értékű tapasztalat és szaktudás miatt a fejlett kockázattőke-ágazattal rendelkező országok (pl.: USA) befektetői magasabb hozamokat várnak el azon társaikhoz képest, melyek a kevésbé fejlett kockázattőke-szektorral rendelkező területeken működnek.

A kockázattőke-befektetési döntési folyamaton belül, **az ügyletstrukturálási szakasz** lényege, hogy a befektető körvonalazza a tranzakció megvalósításának jogi és pénzügyi feltételeit. Nem különül el élesen a döntési folyamat korábbi szakaszaitól, hisz a befektető már a projekt előzetes értékelésekor mérlegelni szokta milyen feltételek kikötésével tudná a finanszírozást biztosítani. Mindebből következik, hogy az ügyletstrukturálás általában párhuzamosan tud haladni a szűrési szakasszal és a részletes átvilágítással.

Az ügyletstrukturálás témakörének elemzésekor a szakirodalmi források gyakran az ún. megbízó-ügynök problémából indulnak ki, melynél a megbízó szerepét a befektető, míg az ügynökét a vállalkozás tulajdonosa tölti be. A két fél között azonban információs aszimmetria áll fenn, hisz a vállalkozó sokkal pontosabb és aktuálisabb információkkal rendelkezik a saját cégével kapcsolatban, mint a külső befektető. Fennáll a veszélye annak, hogy a vállalkozó opportunistá módon kihasználja információs előnyét és az értékteremtés helyett, saját magánhasznának növelésére koncentrál, a külső részvényesek (így a befektető) költségére. A megbízó-ügynök költségek elkerülése érdekében a befektetési szerződések irányítási jogokat allokálnak a befektetőre, mely egyben a vállalkozásban keletkezett érték elosztását is befolyásolja. Fontos azonban egy olyan értékelési rendszer kialakítása, mely a vállalkozót is a helyes erőfeszítések megtételére ösztönzi, miközben a befektető érdekei sem sérülnek. A megfelelő ösztönzési rendszer a tulajdonjogok és irányítási jogok szétválasztásával oldható meg úgy, hogy a vállalkozónak elegendően nagy tulajdoni részesedése marad, a befektető viszont bebiztosítja magát és vállalkozás feletti kontrollját a szerződésbe és a finanszírozási konstrukcióba beépített fékekkel és korlátozásokkal<sup>57</sup> (Gompers, [1995], [1997], illetve Gompers és Lerner [2006]).

Black és Gilson (1998), valamint Gompers (1997) szerint a kockázattőke-befektetők és a forrást kereső vállalkozások alapítói között létrejövő befektetési szerződések irányítási és cash flow jogokat egyaránt tartalmaznak. Az irányítási jogok két fő csoportba sorolhatók, az egyik kategóriát az implicit, míg a másikat az explicit kontroll jogok képezik. Explicit kontroll jognak számít például az, hogy a befektető – a portfóliócég nem megfelelő teljesítménye esetén – leválthatja a vállalkozás menedzsmentjét vagy, hogy képviselőt ír elő az adott portfóliócég igazgatóságában, vezető testületében. Az implicit kontrolljog tipikus példája a szakaszos

<sup>55</sup> Wright és Robbie (1996) például közel 30%-os hozamelvárást állapítottak meg úgy, hogy hozam alatt a projekt által várhatóan kitermelt belső megtérülési rátát (IRR – Internal Rate of Return) értették.

<sup>56</sup> A független státusz a tulajdoni szerkezethez kapcsolódik, ezek a befektetők ugyanis nem valamely nagyobb pénzügyi közvetítő intézmény kapcsolt szervezeteként, leányvállalataként működtek, tulajdonosai között pedig az állam sem jelent meg még kisebbségi pozícióban sem.

<sup>57</sup> A szakirodalom ezeket a korlátozásokat gyakran kovenánsoknak (*covenants*) hívja.

finanszírozás, vagy másképpen a befektetési összeg mérföldkövekhez kötött csepegtetése, melynek lényege, hogy a befektető nem egyszerre folyósítja az igényelt befektetési összeget, hanem több részletben, előre meghatározott teljesítménycélok eléréséhez kötötten. A cash flow jogok azt szabályozzák, hogy a befektető és az alapító mikor és hogyan részesedik a cég pénzügyi teljesítményéből. A megfelelő szerződéses konstrukció a befektetés végén, vagyis az exitkor teszi lehetővé az alapító számára, hogy komolyan részesedjen munkája sikeréből, így ugyanis nem áll az alapító érdekében, hogy különféle technikákkal kivonja a pénzt a vállalkozásból. A nyereség visszaforgatásával nagyobb értékgyarapodás érhető el, ami a kiszállásnál is nagyobb kifizetést biztosít mind a befektető, mind a vállalkozó számára.

A befektető és a vállalkozás alapítója közötti szerződéses konstrukció jellemzőit vizsgálta Sahlman (1988 és 1990), megállapítva, hogy a befektetési tranzakció struktúrája, a befektetőt megillető speciális jogok és a szakaszos finanszírozás számítanak a felek közötti megállapodás legfontosabb elemeinek. Ami a tranzakció struktúráját illeti, a kutatás szerint a befektetések megvalósítása általában átváltható elsőbbségi részvények segítségével történik, ahol az átválthatóság a törzsrészvényekre történő konverzió lehetőségét, az elsőbbségi tulajdonság pedig a befektetőket megillető előjogokat testesíti meg. Ezek az előjogok komoly irányítási kontrollt biztosítanak a befektetőknek, s egészen addig megmaradnak, míg az elsőbbségi részvények átváltása közönséges részvényekké meg nem történik. A szakaszos finanszírozás pedig felfogható úgy is, mint egy értékes kiszállási opció, hiszen a befektető elállhat a következő kör finanszírozásától ha úgy ítéli meg, hogy a vállalkozás teljesítménye elmarad a kitűzött céloktól. További előny, hogy a befektető minden egyes újabb finanszírozási körnél újraértékelheti a projektet és megállapíthatja, hogy milyen új értékelési szinten szállna be a következő körbe. Ha a projekt teljesítménye meggyőző, a befektető dönthet úgy is, hogy a következő körben növeli a befektetési összeget, aminek megvalósításához ráadásul előjoggal is rendelkezik.<sup>58</sup>

Sahlman (1990) alapján a befektető és az alapító között létrejövő szerződést részvényvásárlási megállapodásnak<sup>59</sup> hívják, de fontos megjegyezni, hogy ennek előzménye gyakran az ún. szándéknyilatkozat nevű dokumentum, mely amellet, hogy tartalmazza a befektetés fontosabb jogi feltételeit (és így az ügyletstrukturáláshoz tartozik), rendszerint már a részletes átvilágítás előtt aláírásra kerül. A szándéknyilatkozat ugyan jelzi a befektető előzetes elköteleződését a projekt finanszírozására, de a befektetést még nem garantálja, hiszen ha a részletes átvilágítás valamilyen komoly problémát tár fel, akkor a befektető el is állhat a tranzakciótól. A szándéknyilatkozat jellemző tartalmi elemeit értekezésem 3. számú melléklete mutatja be.

Kaplan és Strömberg (2002 és 2004) a befektetési szerződésekben megfogalmazott feltételek és a projektekhez köthető kockázati tényezők között kerestek összefüggést és bebizonyították, hogy egy befektetés belső vagy külső kockázatának változása, és a vállalkozás alapítója által birtokolt tulajdoni részesedés ellentétes irányban változik, attól függően, hogy az alapító mennyire tudja teljesíteni a befektető által kitűzött teljesítménycélokat és, hogy a befektető számára mekkora kockázattal jár a projekt finanszírozása.<sup>60</sup> Ezenfelül, a projekthez köthető magasabb belső és

<sup>58</sup> Ez az előjog biztosítja, hogy abban az esetben, ha a vállalkozásnak pótlólagos forrásra van szüksége, akkor annak kielégítésére először maga a befektető jogosult nem pedig egy harmadik fél (*right of first refusal*). Ez egy újabb értékes vételi opciót jelent a kockázati tőke-befektető számára.

<sup>59</sup> A dokumentumra úgy is hivatkoznak, mint szindikátusi szerződés.

<sup>60</sup> A szerzők a befektetési kockázat három csoportját különítették el aszerint, hogy azok a vállalkozásból eredő belső, a környezetből eredő külső vagy a projekt/vállalkozás sikerességét meghatározó megvalósítási tényezőkből eredtek. A leggyakrabban említett, a befektetési kockázatot növelő belső tényezők voltak például: nem megfelelő minőségű menedzsment, irreális vagy túl magas cégérték a befektetés előtt, a projekt illeszkedése a befektető portfóliójába. A külső tényezők közül a tanulmány az iparágban lévő verseny erősségét, a nem megfelelő piacméretet és növekedési ütemet emelte ki, valamint azt, hogy a termék/szolgáltatás iránt nem lesz megfelelő fogyasztói kereslet. Végezetül, a megvalósítási tényezők közül a szerzőpáros szerint a gyenge vagy nem



külső kockázat miatt erősebb lesz a befektetők kontrollja a vállalkozás felett, likvidáció esetén pedig egyre nagyobb összeget fognak visszakövetelni az alapítóktól. A belső és külső kockázat mértéke hatással van a szakaszos finanszírozás ütemezésére is, a magasabb külső kockázat miatt például a befektetők igyekeznek rövidebb időt érvényesíteni két folyósítási időpont között, így ugyanis hamarabb tudnak dönteni arról, hogy továbbra is bennmaradjanak-e a vállalkozásban vagy sem. Végezetül, a kutatás szerint, a projekt végrehajtását érintő kockázat növekedése esetén, a versenytilalmi kikötéseket is egyre gyakrabban alkalmazták a befektetők.

Az aszimmetrikus információs helyzetből eredő megbízó-ügynök költségek csökkentése érdekében az ügyletstrukturálás során a befektetők – főleg az angolszász területeken – gyakran alkalmazzák az ún. átváltható, elsőbbségi részvényeket (*convertible preferred equity*). Ezen értékpapírok fontos tulajdonsága, hogy egészen addig biztosítják a befektetői előjogokat, amíg átváltásuk meg nem történik közönséges részvényekre. A konverzió természetesen attól függ, hogy a vállalkozás mennyire tudja teljesíteni az előre kifizetett mérőföldköveket, azaz mennyire sikeres működési teljesítményt tud felmutatni. Mindebből következik, hogy az értékpapír egy rendkívül jó ösztönzési eszközként funkcionál, hisz ha a vállalkozás tulajdonosa sikeressé teszi a céget (pl.: tőzsdére viszi), akkor visszaszerezheti a kontrollt a befektetőtől. A konstrukció továbbá alkalmas arra is, hogy szelektálja a vállalkozó-tulajdonosokat, hisz közülük többnyire csak azok fogják elfogadni ezeket a feltételeket, akik saját maguk is bíznak a sikerben.

Kaplan és Strömberg (2002) összesen 213 amerikai befektetési tranzakciót vizsgáló kutatásából az derült ki, hogy a befektetéseknél leginkább alkalmazott értékpapírforma az átváltható elsőbbségi részvény volt, melyet ugyanakkor gyakran kiegészítettek más értékpapírtípusokkal is. A befektetési szerződések többsége tartalmazott automatikus konverziót, a befektető részesedésének hígulását akadályozó rendelkezést, visszavásárlási és likvidációs jogokat, valamint az alapítóra vonatkozó versenytilalmi záradék valamilyen formáját. Ugyanakkor, a befektetők jellemzően nem kértek többséget az igazgatóságban, s csak az esetek kb. felénél birtokolták a szavazati jogok többségét. Összességében pedig a befektetők szenior követelése a finanszírozott cégek saját tőke értékének kb. 50%-ára terjedt ki.

Cumming (2005/a) szerint a kockázattőke-befektetők nem minden esetben alkalmaznak elsődlegesen átváltható elsőbbségi részvényeket a finanszírozás során. Ehelyett a különféle értékpapír konstrukciók valamely kombinációját használják, melyet az adott ügylet jellemző tulajdonságai és a várható megbízó-ügynök költségek mértéke határoz meg. A szerző összesen 3083 kanadai kockázattőke-befektetési tranzakciót elemzett, melyből csak az esetek 11%-ánál alkalmaztak átváltható elsőbbségi részvényt, másik 11%-uknál pedig az egyszerű kötvény és a közönséges részvény valamilyen kombinációját. Ezzel szemben a tranzakciók 15%-ánál egyszerű kötvényt, 12%-uknál átváltható kötvényt, míg 36%-uknál egyszerű közönséges részvényt használtak a befektetők. A magvető szakaszban lévő vállalkozások finanszírozásánál a közönséges részvény vagy az egyszerű elsőbbségi részvény volt jellemző, míg az átváltható elsőbbségi részvények inkább az egészségügyi vagy a csúcstechnológiai ágazatokban működő cégekbe történő befektetéseknél jelentek meg.

A befektetési lehetőségek szűréséhez felhasznált kritériumoknál bemutatottakhoz hasonlóan, az ügyletstrukturálás jellemzőire is hatással van a forrást kereső vállalkozás életszakasza. Gompers (1995), illetve Gompers és Lerner (2006) például kiemelték, hogy a szakaszos finanszírozás főleg a korai szakaszban lévő vállalkozások finanszírozásánál jellemző, tekintettel arra, hogy ezek a cégek döntően immateriális javakkal vagy specifikus eszközökkel és gyors növekedési potenciállal rendelkeznek, melyek magasabb kockázattal és ügynöki költségekkel járnak. Emellett, a felek között fennálló információs aszimmetria is nagyobb, mivel az induló cégek még

---

működőképes üzleti modell és a termékhez/szolgáltatáshoz vagy a fejlesztés technológiájához köthető problémák eredményeztek befektetési kockázatot (Kaplan és Strömberg, 2004).

---

nem rendelkeznek értékelhető múltbeli tevékenységgel. Az érett életszakaszban lévő vállalatoknál viszont ellentétes a helyzet, az elérhető múltbeli adatok miatt az információs aszimmetria kisebb, az eszközportfólió nemcsak immateriális javakból áll, ezáltal pedig az ügynökköltségek is alacsonyabbak. Mindez lehetővé teszi a befektető számára, hogy kevesebb befektetési körrel, nagyobb összeget bocsásson a vállalkozás rendelkezésére. A megbízó-ügynök költségek növekedésével tehát, a befektetők nagyobb mértékű ellenőrzés érvényesítésére törekednek a vállalkozások felett, ami az egyes befektetési körök közötti idő rövidségében és az első fordulóiban rendelkezésre bocsátott kisebb összegekben érhető tetten.

A késői életszakaszú ügyletek finanszírozásánál megjelenő kevesebb befektetési fordulót és már az első körben odaítélt nagyobb tőkeösszeget erősítette meg Payne et al. (2009) kutatása is, akik megjegyezték azt is, hogy a forrást kereső alapító tulajdonos és a befektető között létrejövő személyes bizalom erőssége szintén pozitív irányú kapcsolatban áll a befektetési összeggel. A projektbe vetett befektetői bizalom és a tőkeösszeg között ugyanakkor ellentétes irányú viszonyt mutattak ki, amit azzal magyaráztak, hogy a projektbe vetett nagyobb bizalmat a tranzakció alacsonyabb kockázata idézheti elő, ami viszont alacsonyabb megtérüléssel kecsegtet, nem ösztönözve ezzel a befektetőt nagyobb befektetési összeg kihelyezésére.

Az eltérő vállalati életszakasz a befektetések végrehajtásánál alkalmazott értékpapír konstrukciókra is hatással van. Cumming (2005/b és 2006) szerint az átváltható kötvény vagy elsőbbségi részvény alkalmazása azon vállalkozások finanszírozása esetén előnyös, melyeknél a hozam változékonysága magas. Ezeknél a cégeknél ugyanis a befektető jelentős kockázatot vállal a befektetésével, ezért kezdetben gyakran a hitelezői pozíciót veszi fel és csak akkor konvertálja értékpapírjait törzsrészvényekre, ha az elért teljesítmény alapján a portfóliócég vonzó befektetésnek bizonyul és a befektető részesedni szeretne a jövőbeli értéknövekedésből is. Ezzel szemben a kivásárlási és megfordító (*turn-around*) ügyleteknél – ahol a céltársaság jellemzően már érett vállalati életfázisban van – nagyon gyakori a bankhitelek alkalmazása, mivel ezek a cégek rendelkeznek az adósságszolgálat teljesítéséhez szükséges cash flow potenciállal, valamint biztosítékul szolgáló mögöttes fedezetekkel is. A korai fázisú ügyleteknél viszont az értéket a növekedési potenciál testesíti meg, melyből a befektető a jövőben úgy tud részesedni, ha befektetését valamilyen részvényjellegű finanszírozási konstrukcióval valósítja meg.

A bankhitelek, vagyis a tőkeáttétel kivásárlási tranzakciók finanszírozásában betöltött jelentőségét hangsúlyozza Gompers et al. (2016/b) is, megemlítve, hogy az alkalmazható tőkeáttétel szintjét befolyásolja a céltársaság cash flow termelő képessége is. Rámutattak továbbá arra, hogy az érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők, a strukturálás során erős részesedés alapú ösztönzőket biztosítanak a céltársaság menedzsmentjének annak érdekében, hogy így ők is érdekeltek legyenek az értékteremtésben. Az igazgatóság létszáma alacsony, mely részben a céltársaságon belüli igazgatókból, cégen kívüli igazgatókból, valamint a befektető delegált képviselőiből tevődik össze.

Az eltérő vállalati életszakasz mellett, a kockázatitőke-befektetők ügyletstrukturálási tevékenységét a befektetők földrajzi elhelyezkedése is befolyásolja, ami így eltérő kontinentális sajátosságokhoz vezet. Schwiendbacher (2008) kutatásából kiderült, hogy az átváltható értékpapírok használata háromszor olyan gyakori volt az Egyesült Államokban, mint Európában, ami visszavezethető az öreg kontinens kockázatitőke-ágazatának fejlettségbeli elmaradottságára és fiatalságára, a befektetők eltérő szervezeti struktúrájára, a befektetési szerződéskötést szabályozó jogi rendszer kiforratlanságára, valamint a csak az amerikai piacon érvényes, az átváltható értékpapírok használatával járó adózási kedvezményekre.

A befektetések strukturálása során előfordulhat, hogy az ügyleteket a kockázatitőke-befektetők nem egyedül, hanem közösen, ún. szindikátusokba szervezve hajtják végre. Ennek okát, a

szakirodalmi források vagy a portfólió menedzsment vagy egy adott befektetési ügylet oldaláról magyarázzák. Az első megközelítés szerint, a befektetők azért szindikálnak, mert ennek segítségével egy jól diverzifikált befektetési portfóliót tudnak létrehozni, melyet alacsony szisztematikus kockázat jellemez (Lockett-Wright, [2001], illetve Manigart et al. [2006]). Ide tartozó szempont az is, hogy szindikálással mérsékelni lehet az alulteljesítő projekteken elszenvedett veszteséget, hiszen annak finanszírozásában több befektető is részt vett, így a vállalkozás bukása esetén a veszteséget nem egyetlen befektető fogja realizálni teljes egészében. A szindikálás révén ugyanakkor – mivel a befektetőnek nem kell nagyobb összegű tőkét lekötnie egy-egy befektetésre, hanem kisebb összegeket több projektre – nő az esélye annak is, hogy a befektető több, végül jól teljesítő projektbe vág bele, melyek kompenzálni tudják a veszteségeket és, ezáltal javítani tudják a portfólió összteljesítményét (Lerner, 1994). A másik megközelítés szerint, a szindikált befektetések végrehajtása azért hasznos, mert így eredményesebb lehet a teljes döntéshozatal, beleértve a projektek kiválasztását, szűrését és alapos átvilágítását is. A befektetők meg tudják osztani egymással speciális szaktudásukat, mellyel pedig hatékonyabb értékteremtést tudnak elérni (Lerner, [1994], illetve Cumming, [2006]). A több befektető részvétele miatt a finanszírozók alkupozíciója is növekszik, sőt a kiszállás is várhatóan nagyobb cégértékkel történhet meg, különösen részvénykibocsátás esetén (Stuart et al., 1999).

A kockázati tőke-befektetési tranzakció feltételeinek rögzítése és kölcsönös elfogadása esetén az ügylet zárására kerül sor, melyet pedig a befektetési összeg egy vagy több részletben történő lehívása követ. A tőke rendelkezésre bocsátásával a befektető tulajdonossá válik a portfóliócégekben, ami egyúttal érdekeltté is teszi a vállalkozás értékének növelésében. Annak érdekében, hogy ez az értéknövekedés bekövetkezzen, a befektető tevékenységének középpontjába a **monitoring**, vagyis a finanszírozott vállalkozás működésének szigorú ellenőrzése és mindeközben a különféle értéknövelő szolgáltatások nyújtása kerül.

A befektetések ellenőrzése során tehát a befektetők jellemzően nem passzív szerepet vállalnak, hanem különböző eszközökkel és akciókkal igyekeznek aktívan hozzájárulni az értékteremtéshez. Segítő közreműködésük irányulhat új felsővezetők (pl.: marketing, értékesítési vagy pénzügyi vezető) bevonására, akvizíciós lehetőségek felkutatására, új pénzügyi források megszerzésére, valamint tanácsadásra a stratégiai, üzleti és marketing tervezés vagy a termékfejlesztés területén. A témával foglalkozó szakirodalmi források többsége ugyanakkor hangsúlyozza, hogy a befektetők igyekeznek elzárkózni az egyébként sok munkaidőt felemésztő operatív ügyekbe történő beavatkozástól és e helyett úgy pozicionálják magukat, mint a menedzsment mögött álló tanácsadó testület, mely inkább iránymutatást nyújt, mint tényleges ügyvezetést (MacMillan et al. [1988], Gorman és Sahlman [1989], Sweeting, [1991/b], illetve Sapienza és Timmons [1989]). Hellmann és Puri (2002) a kockázati tőke-befektetők humán erőforrás fejlesztésben játszott szerepét emelték ki, melynek során konstruktívan részt vesznek a vállalkozás HR politikájának kialakításában, új ösztönzési rendszerek (pl.: részvényopciós programok) bevezetésében és új felsővezetők kiválasztásában is, ami viszont gyakran az eredeti alapító-vezető leváltásával is jár. Steier és Greenwood (1995), illetve Elango et al. (1995) a befektetők szakmai kapcsolatrendszeréhez történő hozzáférést hangsúlyozták, mellyel erősíteni tudták a vállalkozás és termékeinek piaci ismertségét, de fontosnak tartották még a befektető és vállalkozó között létrejövő bizalmi kapcsolatot is.

A kockázati tőke-befektetők csoportja természetesen nem mutat egységes képet a portfóliócégek működésébe történő beavatkozás mértékét tekintve. Egyes alapkezelők vállalják az intenzív segítségnyújtást és operatív feladatokat is ellátnak, míg mások teljesen megelégszenek az igazgatóságban betöltött passzív ellenőrző szerepükkel (Robinson, [1985], MacMillan et al. [1988], Sweeting [1991/a], illetve Elango et al. [1995]). Az adott befektetőre jellemző üzletpolitikán kívül, a beavatkozás mértéke és az ezáltal biztosított többletérték nagysága több tényező függvénye is lehet. Sapienza et al. (1996) szerint például minél kockázatosabb egy

ügylet finanszírozása, minél fiatalabb életszakaszban van az adott vállalkozás és minél nagyobb tapasztalata van a befektetőnek az adott iparág területén, annál értékesebb lehet az interakció közte és a portfóliócég menedzsmentje között. A biztosított tőke mellett, a befektetők szakmai segítségnyújtása Sapienza (1992), valamint Hellmann és Puri (2000) szerint különösen az innovatív vállalkozásoknak jelent komoly értéket, melyek ezt kihasználva gyorsabban piacra tudják vinni termékeiket, mint versenytársaik. Hasonlóan, a befektető és a vállalkozás közötti interakció gyakorisága, valamint a köztük lezajló információcsere szabadsága szintén pozitív kapcsolatban állt a befektetői beavatkozás tényleges hasznosságával. A megvalósítani tervezett technológiai innováción és a vállalkozás életszakaszán kívül, Sapienza és Gupta (1994) a befektető és vállalkozó céljainak egyezőségét, illetve a vállalkozó korábbi start-up tapasztalatát nevezték meg, mint azok a tényezők, melyek növelhetik a befektetői monitoring intenzitását.

Kaplan és Strömberg (2004) a tranzakció strukturálásával hozta összefüggésbe a beavatkozás során keletkezett hozzáadott értéket kiemelve, hogy a nagyobb saját tőke részesedés és erősebb kontrolljog jobban ösztönzi a befektetőt arra, hogy aktívabban járuljon hozzá a vállalkozás értékgyarapodásához. Hasonló következtetésre jutott Barney et al. (1989) is, akik szerint a befektetésre jellemző üzleti és ügynök kockázat növekedésével a befektetői monitoring és ellenőrzés is egyre szigorúbb lesz.<sup>61</sup> A befektetés kockázata különösen a korai szakaszban lévő portfóliócégeknél lehet magas, ami egyrészt intenzívebb monitoringhoz vezet, másrészt viszont, éppen a fokozott ellenőrzés miatt több konfliktust is eredményezhet a befektető és vállalkozó között (Sapienza és Timmons, 1989, illetve Cumming és Johan, 2006).

Annak érdekében, hogy a kockázatitőke-befektető monitoring tevékenysége valóban hatékony legyen, a befektetőnek meg kell teremtenie az ehhez szükséges feltételeket. Ezek közé tartozik az igazgatósági képviselő és a rendszeres időközönkénti (havi, negyedéves) jelentési kötelezettség előírása. Utóbbi teljesítéséhez – főleg fiatal cégek esetén – gyakran szükség van egy fejlett könyvelési, auditálási és jelentési rendszer kialakítására is, mely viszont nélkülözhetetlen ahhoz, hogy a befektető időben értesüljön az esetleges problémákról (Sweeting, 1991/a és /b). A monitoringnak természetesen költsége is van, ami nagymértékben függ a monitoringra fordított időráfordítástól, valamint a befektető és vállalkozás közötti földrajzi távolságtól (Lerner, 1995).

#### **2.4. A kockázatitőke-befektetési folyamat a kelet-közép-európai régióban**

A kelet-közép-európai régió és általánosságban a fejlődő országok kockázatitőke-befektetőiről, illetve az általuk alkalmazott döntési folyamatról csak a kilencvenes évek közepétől jelentek meg kutatások főleg azért, mert ezeken a területeken a 90-es évek időszakában kezdett el csak igazán kibontakozni ez az iparág. A régióban működő kockázatitőke-befektetők befektetési döntési folyamatainak modellezésével foglalkozott Bliss (1999), Ludányi (2001) és Klonowski (2007) is, kutatási eredményeiket a 6. ábra foglalja össze.

Bliss (1999), lengyelországi kockázatitőke-befektetők döntési folyamatát tanulmányozva öt döntési szakaszt különböztetett meg, melyek közé az ügyletgenerálás (*deal origination*), az általános szűrés (*generic screen*), a részletes átvilágítás első és második fázisa (*first-phase and second-phase evaluation*) és a zárás (*closing*) tartozott. Megemlítette, hogy a régió kockázatitőke-befektetői számára a privatizációs folyamat számos befektetési lehetőséget rejt magában, a befektetők modern menedzsment tudása pedig segítséget nyújtanak a magánkézbe kerülő cégek megfelelő működtetéséhez. Amerikai társaikkal ellentétben a befektetőkre az aktív ügyletgenerálási tevékenység és a generalista hozzáállás jellemző, előbbi oka, hogy kevés a

<sup>61</sup> A szerzők üzleti kockázat alatt a befektetésen elérhető hozam változékonyságát értették, míg ügynök kockázat alatt annak veszélyét, hogy a vállalkozás alapítója olyan döntést hoz, mely nem konzisztens a befektető érdekeivel (az alapító opportunistá viselkedése miatt).

befektetésre alkalmas jó projekt és mivel a piaci szereplők nincsenek tisztában a kockázati tőke jellemzőivel, így a befektetőknek még arra is időt kell fordítaniuk, hogy e speciális finanszírozási konstrukciót megismertessék a forrást kereső vállalkozások tulajdonosaival. A generalista hozzáállás szintén a projektszűkére vezethető vissza, a kutatás szerint ugyanis a régió iparágai még nem tartalmaznak elegendően nagyszámú szereplőt ahhoz, hogy a befektetők számára érdemes legyen iparági vagy vállalati életszakasz szerint szakosodniuk.

A modell megalkotói	Bliss (1999)	Ludányi (2001)	Klonowski (2007)
A befektetési folyamat szakaszai	ügyletgenerálás	befektetési javaslatok beérkezése	ügyletgenerálás
	általános projektszűrés	előszűrés	előzetes szűrés
		előminősítés, esetleg előzetes vizsgálat és testületi döntés	belső döntés és részletes átvilágítás I.
		szándéknyilatkozat aláírása	előzetes jóváhagyás és szándéknyilatkozat
	részletes átvilágítás első fázisa		
	részletes átvilágítás második fázisa	alapos vizsgálat	hivatalos jóváhagyás és részletes átvilágítás II.
	ügylet zárása	testületi döntés a befektetésről	ügylet zárása
			monitoring kiszállás

**6. ábra:** Kockázati tőke-befektetési folyamat modellek a kelet-közép-európai régió országaiban  
*Forrás:* Bliss (1999), Ludányi (2001) és Klonowski (2007) alapján saját szerkesztés

Részletesebben kidolgozott befektetési folyamat modellt mutatott be Klonowski (2007), aki a kutatásába nemcsak lengyel, hanem cseh, magyar, orosz, román és szlovák kockázati tőke-befektetőket is bevont. A kutatás érdekessége az, hogy nemcsak a befektetési folyamat szakaszait tárja fel, hanem azt is, hogy a befektetők a döntések meghozatala során milyen információkat használnak fel (információs csatorna) és közben milyen dokumentumok kísérik végig a folyamatot (dokumentációs csatorna). A feltárt befektetési folyamat kilenc szakaszból áll, melyek nemcsak a befektetési döntés meghozatalának szakaszait, hanem az ügyletek zárását követő monitoringot és exitet is tartalmazzák. A kutatás főbb megállapításai:

- A kelet-közép-európai kockázati tőke-befektetők jellemzően saját kapcsolatrendszerükön, más közvetítő szervezeteken, vagy az irodába beérkező hideg hívásokon keresztül értesülnek új befektetési lehetőségekről, melyek előzetes szűrése (*initial screening*) a beküldött üzleti terv és egyéb információk alapján történik. Az előzetes értékelés eredményeit a befektetők egy ún. információs memorandumban foglalják össze.
- A részletes átvilágításnak van egy belső és egy külső része (*due diligence phase I and II*), melyek közül az elsőt a befektető saját erőforrásaiból oldja meg, míg a másodikat a szándéknyilatkozat aláírását követően, külső szakértők (jogi, pénzügyi, adózási és technológiai) bevonásával. A belső átvilágítás időben előbb történik, ahhoz pedig, hogy a projekt eljusson a külső átvilágítás szakaszába, három döntési fordulón is keresztül kell mennie. A döntéseket minden esetben az alap befektetési bizottsága hozza meg.
- A döntési folyamat az ügylet zárásával végződik (*deal completion*), melynek során véglegesíteni kell a tranzakciós dokumentációt, illetve rendelkezni kell a befektetési összeg folyósításának módjáról is.

Ludányi (2001) kizárólag a magyar kockázati tőke-piac szereplőinek magatartási sajátosságai alapján elemezte a befektetési döntési folyamatot és egy hat lépésből álló struktúrát vázolt fel.

Megállapította, hogy a befektetési projektek túlnyomó része informális úton jut el a befektetőkhez, miközben azok projektkeresési stratégiája változó.<sup>62</sup> Az ügyletek előszűrése inkább intuitív jellegű, ami azt jelenti, hogy a befektető személyes benyomása a vállalkozás menedzsmentjéről és az ötlet megvalósíthatóságáról nagymértékben meghatározza a projekt további sorsát a döntési folyamatban. A befektető belső átvilágítása itt előzetes vizsgálatként jelenik meg, mely ha sikeresen zárul, akkor a felek által aláírásra kerül a tranzakció előzetes jogi kereteit meghatározó indikatív befektetési megállapodás vagy szándéknyilatkozat (*term sheet*). Ezt követően kezdődhet el a részletes átvilágítás, melynek végrehajtására a befektető jogi, pénzügyi és egyéb külső szakértőket bíz meg. A kutatás szerint csak a projektek 10-15%-a jut el ebbe a szakaszba, de ezeknek is csak a felénél fejeződik be az átvilágítás. Az alapos vizsgálat eredményeinek összefoglalása után, az illetékes döntéshozatali fórum (pl.: befektetési bizottság) meghozza a döntést a projekt finanszírozásáról, mely után a tranzakció zárására kerül sor. A kutatás szerint, a kockázatitőke-befektetési döntési folyamat időbeli hosszára nehéz egyértelmű választ adni, de a rendelkezésre álló adatok alapján átlagosan legalább két-három, és legfeljebb öt-hat hónapig eltarthat. Ezen belül az előminősítés általában 2-14 nap alatt, míg az alapos vizsgálat átlagosan egy-másfél hónap alatt zajlik le.

Lovas (2015) kutatásában négy döntési szakaszt említ, melyből az első a befektetővel történő kapcsolatfelvétellel szolgáló és a projekt részletes bemutatását tartalmazó információs memorandum megküldése. A második fázis az előminősítés, melynek során a befektető a projekt alapvető tulajdonságait (pl.: életszakasz) vizsgálva ellenőrzi, hogy a lehetőség illeszkedik-e a befektetési stratégiába. Az előminősítés alapja a megküldött információs memorandum. Ha a projekt túljut az előminősítésen, akkor sor kerül az első személyes találkozóra a befektető és az ötletgazda között, melynek célja, hogy a befektető megismerje a projekt kulcsembereit és kialakuljon benne egy benyomás róluk. Ha a csapat szimpatikus, akkor egy hosszabb egyeztetési folyamat kezdődik, melynek során a befektető további információkat gyűjt a menedzsmentről és véglegesítésre kerül az üzleti terv is. Ha a projekt továbbra is vonzó, akkor sor kerül az előzetes befektetési ajánlat felek általi aláírására, majd ezt követően a projekt részletes átvilágítására. Utóbbi döntően külső szakértők megbízásával történik, jellemző időigénye pedig a projekt bonyolultságától függően 3-6 hónap.

A kockázatitőke-befektetési folyamat vizsgálatához hasonlóan viszonylag kevés olyan szakirodalmi forrás született, ami a kelet-közép-európai régió vonatkozásában vizsgálta volna a befektetési lehetőségek értékelésének módját és kritériumait. Karsai et al. (1997, 1998) kutatásából kiderült, hogy a régió országainak kockázatitőke-ágazatai nem mutattak egységes képet, a befektetőknek viszont mindenütt komoly piaci, és a tapasztalatlan menedzsment miatti megbízó-ügynök konfliktusból eredő kockázatokkal kellett szembenézniük.

A régió kockázatitőke-befektetőinek döntési tevékenységét vizsgáló szakértők más-más olyan kritériumcsoportot emeltek ki, melyek fontosnak bizonyultak a befektetési lehetőségek értékelésekor. Karsai et al. (1997, 1998) kutatásai szerint a legfontosabb szempontok közé a befektetési tranzakció mérete, a vállalkozó-menedzser széleskörű, adott szakterületre vonatkozó tudása és releváns tapasztalata, a megszerezhető tulajdoni részesedés mértéke, valamint a kiszállás várható jellege és ideje tartozott. Mindemellett a befektetők, a saját befektetési kockázatuk megítélését döntően a menedzsment képességeire, a termékpiac helyzetére, az exithez várható idő hosszára és a vállalatvezetés projekthez történő pénzügyi hozzájárulásának mértékére alapozták. Ludányi (2001) kutatásában a befektetés mérete, a befektető által megszerezhető tulajdonhányad és az export jelenléte számítottak az első fontosabb szűrési szempontoknak. Az ágazati hovatarozás nem volt érdekes, a vállalkozás menedzsmentje viszont igen, melynek értékelése inkább intuitív keretek között történt, vagyis a befektetők személyes

<sup>62</sup> A kutatásban résztvevő kockázatitőke-befektetők éves átlagban 30-150 projekttel találkoztak.

megérzésén alapult. Zinecker és Bolf (2014) a termék és a célpiac tulajdonságait hangsúlyozta, a termék esetében az egyediség, a globális megjelenésre való alkalmasság és a kompetitív pozíció vagy másképpen differenciáltság volt fontos, míg a célpiacot tekintve annak mérete és a benne rejlő növekedési potenciál számított jelentősnek. Végezetül, a menedzsment értékelése főleg a vezetés célpiaccal kapcsolatos ismeretei, referenciái, valamint a korábbi tapasztalatai alapján történt.

Szintén a projektek értékeléséhez használt kritériumok vizsgálatával foglalkozott Zinecker és Rajchlová (2010) is, akik ugyanakkor már figyelembe vették a kockázati-tőke-befektetők eltérő vállalati életciklus preferenciáit is. A menedzsment értékelése bár mindegyik életszakasznál fontos volt, azonban a tapasztalati háttér, és a kutatás-fejlesztésben meglévő jártasság inkább a korai vállalati életfázis, míg a termelés-szervezési, vezetési, marketing és pénzügyi kompetenciák az érett vállalati életfázis finanszírozására szakosodott befektetőknel kapott nagyobb hangsúlyt. A termékkel kapcsolatos kritériumok közül, a korai fázisú befektetőknek az innovativitás és a szabadalmi védettség rendelkezésre állása, míg a késői vállalati életszakasz finanszírozásában aktív befektetőknek a működő prototípus megléte, a célpiachoz való hozzáférés biztosítottasága és a már ismert pozitív piaci fogadtatás számított fontos szempontoknak.

A befektetési javaslatok alapos értékelésénél (due diligence) a kelet-közép-európai kockázati-tőke-befektetők elsősorban a saját belső csapatukkal végzett átvilágítás eredményeire támaszkodtak, s csak ezt követően vették igénybe külső független szakértők segítségét. A vizsgálat során a befektetők elvárták a projektől, hogy annak megtérülése érje el az általuk benchmarkként tekintett sztenderd referenciahozam szintjét, mely a vállalkozás életciklusától, a befektetés méretétől és várható futamidejétől, a piaci-gazdasági tényezőktől, a befektető által birtokolt tulajdoni részesedéstől, valamint a menedzsment a projekt finanszírozásához történő saját pénzügyi hozzájárulásától egyaránt függött. Az átvilágítás során a befektetők nagymértékben támaszkodtak a projekt üzleti tervében szereplő adatokra, a menedzsmenttagok önéletrajzaira, illetve minden olyan egyéb információra, melyek alapján meg tudták ítélni a kiszállás várható módját és idejét. A cégek, projektek értékelése során, a befektetők egyértelműen a diszkontált cash flow alapú értékelést részesítették előnyben, melyet az eredményalapú szorzószám, majd az osztalékhozam alapú értékelés követett (Karsai et al., 1997, 1998).

Hasonlóan a nyugat-európai vagy az angolszász területeken végzett kutatásokhoz, a kelet-közép-európai régió kockázati-tőke-befektetési döntési folyamatát vizsgáló elemzésekből is az derül ki, hogy az ügyletstrukturálás már a döntési folyamat elejétől kezdve, az előzetes értékelési fázisokban megindul. A régió befektetőinek ügyletstrukturálási tevékenységét azonban jelentősen befolyásolja a térség jogrendszerét jellemző sajátosságok. Cumming et al. (2010) átfogó elemzéséből ugyanis az derült ki, hogy a kifinomultabb jogrendszerrel rendelkező országokban, a befektetési projektek generálása és szűrése gyorsabb, a szindikált befektetések megvalósítására nagyobb esély van, a portfóliócégek igazgatósági és/vagy felügyelőbizottsági testületeiben pedig egyszerűbb a befektetői képviselő kialakítása, mint a fejlődő országoknál.

A poszt-szocialista országokban működő befektetők inkább a többségi tulajdon megszerzésére törekednek, mert így ellensúlyozni tudják a felek között kötött szerződések – a jogrendszer gyengeségéből adódó – alacsony érdekérvényesítő szerepét. Mindemellett, az erős kontroll fenntartása érdekében a régió befektetői több igazgatósági helyre tartanak igényt, mint az angolszász területeken működő társaik, a befektetések finanszírozását pedig inkább törzsrészcserével vagy hitellel oldják meg. Szintén a jogrendszer hiányosságai, valamint adóoptimalizációs okokból a régióban aktív befektetők, a finanszírozásra kiszemelt céltársaság

alapítójával közösen létrehozott offshore-cégeken<sup>63</sup> keresztül közvetetten valósítják meg a befektetéseket magába a céltársaságba (Lerner és Schoar [2005], valamint Klonowski [2006]).

Farag et al. (2004), a német és a kelet-közép-európai régió kockázatitőke-befektetőinek ügyletstrukturálási tevékenységeit hasonlították össze. A kutatás szerint, a poszt-szocialista országokban rugalmasabb szerződéskötési gyakorlatra van szükség, az átváltható értékpapíroknak (pl.: átváltható, elsőbbségi részvény) ugyanolyan szerepe van az ügyletek finanszírozásában, mint Németországban, a legjellemzőbb viszont az egyszerű, közönséges törzsrészvények alkalmazása. A szakaszos finanszírozás nem fordul elő gyakrabban a régió befektetőinél, a legfontosabb szerződéses biztosítékok közé pedig a drag-along jogok, a különféle vétőjogok, a tulajdoni részesedés hígulása elleni biztosítékok, valamint az exit megvalósítását védő részesedés-visszavásárlási jogok tartoznak. A Ludányi (2001) kutatásában szereplő kockázatitőke-befektetők körében nem volt jellemző a befektetések hitellel történő finanszírozása, a befektetési összeg csepegtetése pedig ritkán, elsősorban a korai fázisú ügyleteknél fordult elő. A több befektető bevonásával, szindikált formában végrehajtott ügyletstrukturálás nem kapott nagy jelentőséget, s noha a megcélzott tulajdoni részesedés nagyságával kapcsolatban a kutatásba bevont befektetők nem mutattak egységes képet, az igazgatósági vagy felügyelőbizottsági képviselő, illetve a rendszeres jelentési kötelezettség előírása mindegyikük számára fontos volt.

Lovas (2015), illetve Aman és Lovas (2015) a magyarországi kockázatitőke-befektetők által alkalmazott döntési folyamatot a befektető és a forrást kereső vállalkozás között fennálló információs aszimmetria oldaláról közelítette meg. Véleménye szerint, mivel a befektető az ötletgazdához képest információs hátrányban van, így a finanszírozásnál kontraszelektív kockázatnak van kitéve, vagyis olyan projektekbe is befektethet, melyek minősége gyenge. A szerző által készített mélyinterjúk alapján a vállalkozói oldal elsősorban a projekt technikai megvalósíthatóságával és a menedzsment felkészültségével kapcsolatban rendelkezik információs előnnyel a befektetőhöz képest. A piaci megvalósíthatóságról ugyanakkor a vállalkozói oldalnak van kevesebb tapasztalata, így ezen a téren – a finanszírozási múltjuknak köszönhetően – a befektetői oldal rendelkezhet információs előnnyel. A befektetési döntési folyamat során végrehajtott vizsgálatok és a tranzakciók strukturálásának célja pedig nem más, mint a vállalkozói oldal javára fennálló információs aszimmetria csökkentése. Ehhez kapcsolódóan Lovas és szerzőtársai (2015), valamint Lovas és Sejla (2015) néhány Magyarországon működő Jeremie tőkealap szerződéses gyakorlatát elemezte és rámutatott arra, hogy a magyar befektetők ügyletstrukturálási gyakorlata hasonló ahhoz a mechanizmushoz, mely a nemzetközi kockázatitőke-befektetési piac szereplői is alkalmaznak. Ennek megfelelően a kiszállást segítő együttértékesítési jog és kötelezettség<sup>64</sup>, a befektetőt megillető hozamelsőbbség előírása és a szakaszos finanszírozás biztosítása mind előforduló elemek a magyarországi befektetők szindikátusi szerződéseiben is. Az alapkezelők kisebb méretéből adódóan viszont nem jellemző, hogy külső igazgatósági tagokat keressenek egy-egy portfóliócéghez a monitoring biztosítása végett, így ehelyett belső tagot delegálnak a vezető testületekbe.<sup>65</sup>

<sup>63</sup> A tanulmány szerint az offshore cégeket jellemzően Cipruson, Jersey-ben, Bermudán és a Brit Virgin-szigeteken hozták létre.

<sup>64</sup> A tanulmány ugyanakkor megjegyzi, hogy az alapítókra vonatkozó együttértékesítési kötelezettséget a befektetők nem minden esetben érvényesíthetik, hanem csak bizonyos feltételek fennállása esetén (pl.: a harmadik fél, vagyis a vevő vételi ajánlata az üzletrészek/részvények 100%-ára vonatkozik, vagy ha a vételi ajánlat elér egy bizonyos összeghatárt).

<sup>65</sup> Általánosságban, a kockázatitőke-befektetők által alkalmazott speciális ügyletstrukturálási technikákat magyarázza részletesen Zsembery (2014) is, külön kitérve az értekezés 3. számú mellékletében bemutatott befektetői jogok közül az alábbiakra: együtteladási jog és kötelezettség, hígulás elleni védelem, likvidációs elsőbbség, fokozatos részesedésszerzés.



Ami a befektetést követő monitoring szakaszt illeti, a kelet-közép-európai régióban működő kockázatitőke-befektetőkre a proaktív magatartás volt jellemző, a napi operatív ügyektől ugyanakkor távolmaradtak<sup>66</sup>, s helyette inkább egyfajta támogatói, tanácsadói szerepet láttak el. Ennek keretében részt vettek a pénzügyi és működési teljesítmény ellenőrzésében, a stratégiai és marketing tervek kidolgozásában és a válságkezelésben is. Közben rendszeresen ellenőrizték és értékelték a menedzsmentet és felügyelték a vállalati beruházásokat. A monitoringhoz alkalmazott eszközök és technikák közé a havi vagy negyedéves és éves menedzsment riportok,<sup>67</sup> havi teljesítményértékelések, az igazgatósági és/vagy felügyelőbizottsági képviselő előírása, bizonyos menedzsment akciók korlátozása (pl.: eszközadás, összeolvadás-felvásárlás, tulajdoni szerkezetben történő változás, újabb hitelfelvétel), valamint a vállalkozás könyvelési rendszeréhez való korlátlan hozzáférés tartozott (Karsai et al. [1997], Wright et al. [1999], Farag et al. [2004], valamint Klonowski [2007]). Mindemellett, a kelet-közép-európai térség dinamikusan változó gazdasági környezetéből adódóan, a régió vállalkozásainál gyakran szükséges volt az eredetileg felállított projektköltségvetés újratervezése és újabb finanszírozási körök megszervezése is (Klonowski, 2007).

A monitoring során rendszeres jelleggel kapott riportok további haszna, hogy ezeken keresztül a befektetők értesülhetnek a felmerült problémákról, melyek leggyakrabban a nem megfelelő funkcionális és felsővezetés, a versenytársak előretörése, illetve a vállalkozás elé kitzúzott piaci részesedés elérésének meghiúsulása, vagy a piac kedvezőtlen irányú változása miatt jelentkeztek. A funkcionális szempontból nem megfelelő felsővezetés oka gyakran a kelet-közép-európai régió országaiban fennálló szakemberhiány volt. A befektető és a vállalkozás menedzsmentje között általában stratégiai kérdésekben alakult ki konfliktus, de vitára adhattak okot a havi könyvelésben felmerült hibák és a riportok csúszása is (Wright et al. [1999], Farag et al. [2004] és Ludányi [2001]). A szakirodalom szerint, a problémák és konfliktusok rendezése elsősorban konszenzusos úton történt a befektető és a portfóliócég menedzsmentje között úgy, hogy a helyzet rendezéséig szorosabb ellenőrzésre és a befektetők közötti sűrűbb tárgyalásokra került sor. Ha a konszenzusos eljárás végül nem vezetett eredményre, vagy a probléma a menedzsment funkcionális hiányosságaiból eredt, nem volt ritka a vezetőcsere alkalmazása sem (Karsai et al. [1997], illetve Ludányi [2001]).

## **2.5. A kockázatitőke-befektetési döntési folyamat torzításai és új kutatási irányok**

A kockázatitőke-befektetési döntési folyamat vizsgálatával foglalkozó kutatások fejlődését, valamint az időközben bővülő módszertani megközelítéseket mutatta be Zacharakis és Shepherd (2007) egy külön erre a célra készített szakirodalmi összefoglaló munkában. A korábbi kutatási eredmények ismertetése mellett, a szerzők felhívták a figyelmet a befektetési döntési folyamatot jellemző torzításokra is, melyek miatt a kutatások gyakran egymásnak ellentmondó következtetésekhez vezettek.

Zacharakis és Meyer (1998) például bebizonyították, hogy a tényleges és az utólagosan kinyilvánított befektetési döntési gyakorlat között eltérés van, a befektetők ugyanis nem ugyanazokat a szempontokat tartják fontosnak akkor, amikor valós idejű döntést hoznak ahhoz képest, amikor utólag kell megállapítaniuk, hogy az egyes kritériumok mennyire voltak fontosak a döntéshozataluk során. A különbséget a kutatók azzal magyarázzák, hogy a befektetők túl sok

<sup>66</sup> Az operatív ügyekbe történő aktív beavatkozásra átmeneti jelleggel rendszerint akkor került sor, amikor a portfóliócég teljesítménye eltérést mutatott a tervezettől (Klonowski, 2007).

<sup>67</sup> Klonowski (2007) szerint a befektetők számára készített riportok jellemzően a következőket tartalmazzák: pénzügyi kimutatások (mérleg, eredménykimutatás, cash flow) új ügyféllista, új termékek, új piacok, változások a disztribúciós csatornában, új versenytársak, új közép- és felsővezetők. Mindemellett, az egész évre készített jelentés a következő évre vonatkozó üzleti tervet, illetve működési-tőkeberuházási programot is tartalmaz.

információval szembesülnek a döntéshozatal során, emiatt pedig nehezen látják át az általuk ténylegesen alkalmazott (intuitív) döntési eljárást.

Torzítást eredményezhet a döntési folyamatban a kockázatitőke-befektetők belső tulajdonságai is, nevezetesen ha túlzott mértékű önbizalom és önhittség jellemzi őket. Ilyenkor ugyanis túlbecsülhetik az egyes projektek sikerességének valószínűségét és minél több információ áll rendelkezésükre annál inkább elbizhatják magukat. Abban az esetben pedig, ha egy új projekt nagymértékben hasonlít egy korábbi sikeres vagy sikertelen tranzakcióhoz, a befektető automatikusan, intuitív módon fog dönteni a projektről egy már meglévő séma alapján, anélkül, hogy az új projekt egyes eltérő tulajdonságait figyelembe venné vagy a megfelelő döntés meghozatala érdekében új információk elemzésébe kezdene (Zacharakis és Shepherd, 2001).

Az előző kutatás eredményeivel szorosan összefüggött Shepherd et al. (2003) kutatása, melyben 66 ausztrál kockázatitőke-befektető bevonásával bebizonyították, hogy a befektetői gyakorlat, vagyis a tapasztalat növekedésével a döntéshozatal sikeressége és pontossága nem javul folytonosan, hanem egy bizonyos pont után csökkenni kezd, ami ismét torzításokhoz vezethet. A tapasztalat növekedésével ugyanis a befektetők szüklátókörvé válhatnak, automatikus döntési eljárások vagy minták alapján hozzák meg döntéseiket s nehezen lépnek ki az általuk felépített komfortzónából. A kutatók számításai szerint, a befektetői döntéshozatalában bekövetkező hatékonyságromlás hozzávetőleg 14 év kockázatitőke-befektetői tapasztalat után indul el. Végezetül Khan (1987), Hisrich és Jankowich (1990), illetve Simic (2015) munkái alapján újabb torzítással járhat az is, ha a befektető saját megérzéseit, intuícióját és a benne kialakult személyes benyomást is felhasználja a döntési folyamat során, érvényt adva ezzel a döntéshozatal pszichológiai, kevésbé racionális oldalának is.

Zacharakis és Meyer (2000) szerint, annak érdekében, hogy a kockázatitőke-befektetők hatékonyabbá tegyék a döntéshozatalt és védekezni tudjanak a torzításokkal szemben, ki kellene dolgozniuk egy jól strukturált, statisztikai alapú döntési modellt, melyet követve jutnának el a pozitív vagy negatív kimenetelű végső döntésükhöz. A módszer alapján a befektetőknek, egy rendszeresen frissített, a legfontosabb értékelési szempontokat tartalmazó lista alapján kellene a befektetési lehetőségeket értékelniük. A kutatók szerint a döntési modell alkalmazásával a projektek előszűréséhez szükséges idő rövidülne, a befektetők találati aránya (*hit rate*) pedig várhatóan javulna.<sup>68</sup> A statisztikai alapú döntéshozatali modellek gyengesége ugyanakkor, hogy nem teljesen tükrözik a valóságot, mivel szűkített információhalmazzal dolgoznak, univerzális változatuk pedig nincsen, így minden befektetőnek a modell egy testreszabott variációjára lenne szüksége. Zacharakis és Shepherd (2002) továbbá megemlítik, hogy a döntéstámogató modellek bár hasznosak, de azok sem garantálhatják a tökéletes döntéshozatalt, bizalmatlanságra adhatnak okot a befektetési szakemberek részéről és megnehezítik a differenciálódást a versenytársaktól, mivel a már lefektetett döntési modellek könnyebben másolhatók.

Véleményem szerint a kockázatitőke-befektetési döntési folyamat vizsgálatával foglalkozó kutatási háttér főleg abból a megközelítésből kiindulva bővíthető, ha figyelembe vesszük a befektetők közötti differenciálás lehetőségeit. Ezek közé tartozik például az eltérő tulajdonosi háttér, mely hatással lehet a döntési folyamat felépítésére (pl.: folyamat szakaszok száma), a döntési gyakorlatra (hány formális döntés születik és milyen fórumokon), illetve a projektek értékeléséhez használt kritériumok relatív fontosságára is. Egy állami háttérű befektető például, a realizálható hozam mellett figyelembe fogja venni azt is, hogy az adott projekt finanszírozása milyen egyéb gazdaságfejlesztési célok elérését teszi majd lehetővé. Ugyanez a szempont egy tisztán magánháttérű befektető számára nem releváns, a projektben rejlő megtérülési potenciál és kiszállási lehetőségek ugyanakkor várhatóan nagyobb szerepet kapnak majd. A befektetési

<sup>68</sup> Találati arány alatt a szakirodalom a pozitív megtérülésű projektek arányát érti az összes projekten belül.

döntési folyamat eltérő tulajdonosi háttér szerinti vizsgálatára csak nagyon kevés szakirodalmi példát találtam (Karsai et al. [1997] és [1998], Ludányi [2001]). A befektetők közötti differenciálás másik fontos alapja lehet az eltérő vállalati életciklus preferencia, vagyis az, hogy a befektetők a korai, expanziós vagy az érett vállalati életszakaszban lévő cégek finanszírozására specializálják tevékenységüket. A korai fázist preferáló befektetőknél például nagy hangsúly helyeződik a már működő prototípus rendelkezésre állására és a szabadalmi védettségre, míg a késői vállalati életfázist preferáló befektetőknél ezen szempontok helyett sokkal érdekesebb a céltársaság múltbeli teljesítménye, tőkeszerkezete vagy a menedzsment funkcionális területek szerinti komplexitása. A kivásárlási ügyletek megvalósítására létrejött befektetők esetében a projekt mérete is kulcsfontosságú, mely már a döntési folyamat elején meghatározza az értékelésre érdemes projektek halmazát. A tulajdonosi háttérhez képest, a kockázatitőke-befektetők eltérő vállalati életciklus preferenciáját már több tanulmány is figyelembe vette, a kutatások alapján levont következtetések köre viszont bővíthető és kiegészíthető (Dubini [1989], Elango et al. [1995], Gompers [1995], Wright és Robbie [1996], Manigart et al. [2002], Eisele et al. [2004], Gompers és Lerner [2006], illetve Gompers et al. [2016/a] és [2016/b]). Kevés olyan szakirodalmi forrás van, mely a befektetőket differenciálná aszerint, hogy melyik földrajzi területen működnek, holott egyes tanulmányok kimutatták, hogy az eltérő fejlettségű jogrendszer, vagy egyéb az adott országhoz vagy régióhoz kapcsolódó belső sajátosságok, kulturális jellemzők hatással lehetnek a befektetési döntési folyamatra, az értékelési kritériumok fontosságára és az ügyletstrukturálás kérdéseire is (Manigart et al. [2000], Manigart et al. [2002], Farag et al. [2004], Zacharakis et al. [2007], Schwiendbacher [2008], illetve Cumming et al. [2010]). Több olyan kutatásra lenne szükség, mely összehasonlító elemzést készít az eltérő fejlettségű kockázatitőke-ágazattal rendelkező országokban működő befektetők finanszírozási gyakorlatára vonatkozóan.

Érdemes megemlíteni azt is, hogy a befektetési lehetőségek értékeléséhez használt kritériumokkal foglalkozó szakirodalmi források nagy része nem tett különbséget a befektetési döntési folyamat egyes szakaszai között, azaz nem foglalkoztak azzal, hogy ugyanazok a döntési kritériumok mennyire számítanak fontosnak a folyamat elejét jelentő szűrési és előzetes értékelési szakaszban vagy a későbbi alapos átvilágítási szakaszban. Feltételezhető ugyanakkor, hogy ahogy a projekt továbbhalad a befektetési folyamatban, úgy a befektetők is más-más szempontoknak adnak nagyobb jelentőséget az értékelésnél (Boocock és Woods [1997], Kollman és Kuckertz [2010], Petty és Gruber [2011], valamint Capasso et al. [2014]). Hasznos lenne továbbá ha bővülne azon szakirodalmi források halmaza, mely kifejezetten csak egy-egy befektetési döntési fázis alapos elemzésével foglalkozik. Az ügyletstrukturálás már kiterjedt szakirodalmi háttérrel rendelkezik, de ugyanez nem mondható el az ügyletgenerálás vagy épp a részletes átvilágítás szakaszaira. Különösen hiánypótló lenne, ha ezek a tanulmányok a befektetők valamilyen szempont szerinti differenciálását is figyelembe vennék.

Végezetül, a szakirodalmak többségéről elmondható, hogy csak a befektetői oldalt vizsgálják a döntési folyamat elemzése során és csak kevés kutató foglalkozik azzal, hogy a tőkekeresleti oldalon szereplő vállalkozástulajdonosok hozzáállása, illetve a tőkebefektetési folyamat megvalósulásában való érdekeltsége mennyire befolyásolja a befektetési döntések kimenetelét (Capasso et al. [2014] és Simic [2015]). A keresleti oldal alaposabb elemzése ugyanakkor fontos következtetésekhez vezethet, főleg akkor, ha az adott kutatás a céltársaság életszakaszát vagy a működés helyszínéül szolgáló ország kulturális sajátosságait is figyelembe veszi.

### 3. ANYAG ÉS MÓDSZER

Kutatásomat egy 2008-ban és 2014-ben lefolytatott, személyes megkérdezésekből álló kérdőíves felmérésekre alapozom, melyek közül elsősorban a 2014-es vizsgálataimból származó kutatási eredményekre helyezem a hangsúlyt. A 2008-ban lefolytatott kutatás tágabb területet ölelt fel, ám eredményeit azért tartottam fontosnak röviden bemutatni, mert levonhattam belőle olyan következtetéseket, melyeket a későbbi, 2014-es kutatás is visszaigazolt. A 2014-es vizsgálat már kizárólag a befektetési döntési folyamat feltérképezésére irányult, a befektetői minta kialakításánál pedig tudatosan törekedtem arra, hogy a befektetők csoportosíthatóak legyenek tulajdonosi háttérük és az általuk preferált vállalati életszakasz szerint is. Előbbi esetben három csoportot képeztem, melyek közé a hibrid háttérű Jeremie, valamint a tisztán magán és állami tőkebefektetők tartoztak. A preferált vállalati életszakasz esetében négy csoportot különítettem el aszerint, hogy az egyes csoportok befektetői magvető, start-up vagy érett életszakaszban lévő vállalkozások finanszírozására szakosodtak, az állami háttérű befektetőket pedig külön kategóriának tekintettem. A csoportok közötti szignifikáns különbségek azonosítását egy Likert-skálás kérdőív tette lehetővé, mely a primer adatgyűjtés egy új formáját jelentette a 2008-as vizsgálathoz képest.

#### 3.1. Az elvégzett kutatások terjedelme

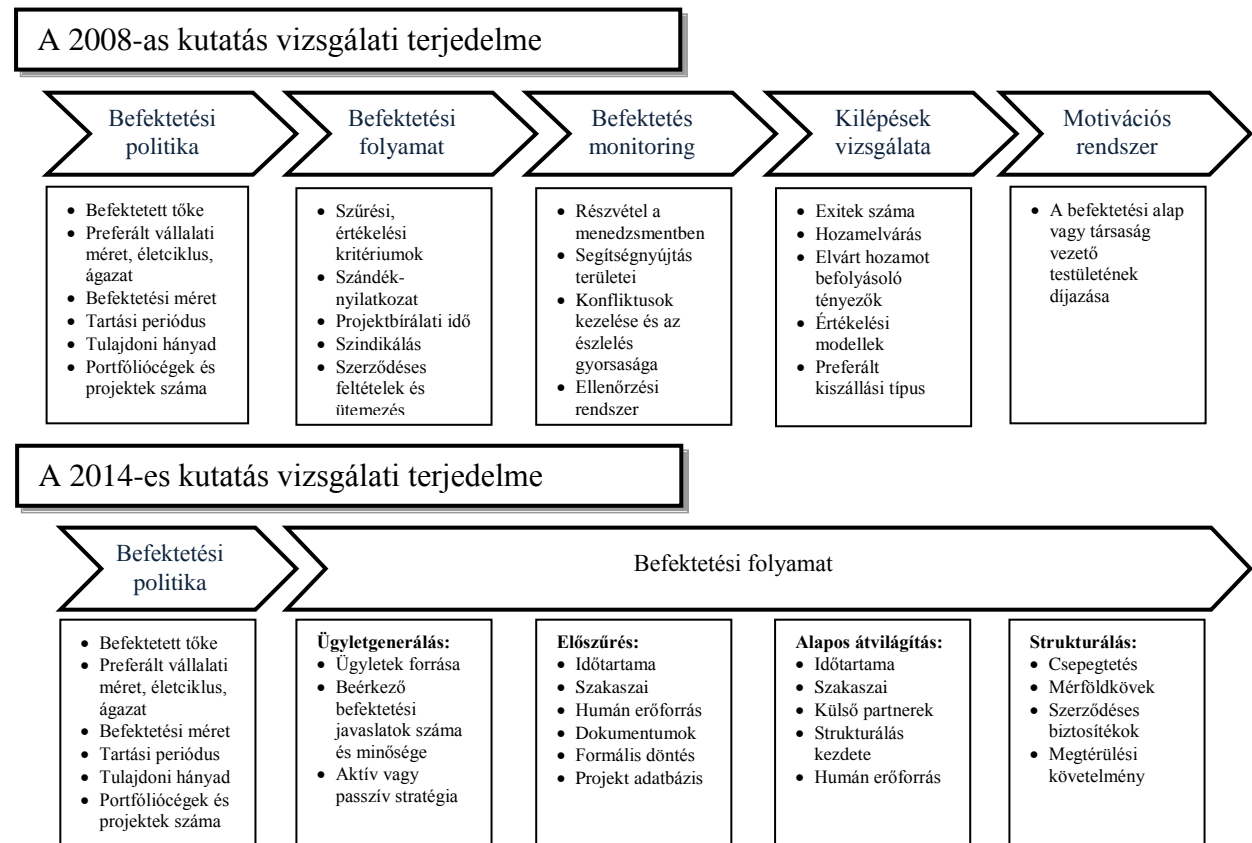
A 2008-as felmérés célja az volt, hogy rámutasson az eltérő alapítói háttérrel rendelkező kockázati- és magántőke-befektetők befektetési magatartásának sajátosságaira az alábbi területeken: befektetési politika, befektetési folyamat, a befektetések kezelése, a befektetésekből való kilépés, illetve a befektetési társaság vagy alap által alkalmazott motivációs rendszer.<sup>69</sup> Összesen 10 kockázati-tőke-befektetővel készült interjú, ezek közül hét magán, három pedig állami tulajdonosi háttérrel rendelkezett. A kutatást kiegészítette két rövid esettanulmány is, melyekben egy állami és egy magán háttérű befektető által végrehajtott konkrét befektetési ügylet körülményeit mutattam be. A 2008-as kutatás eredményeit a 4. fejezet megfelelő részeibe illesztve mutatom be, attól függően, hogy az adott részben kifejtett témához a 2008-as felmérés mely eredményei kapcsolódnak.

Szintén a személyes megkérdezés módszerét alkalmaztam a 2014-es kutatás során, ám ezúttal a vizsgálatot kiegészítettem egy Likert-skálás kérdőíves felméréssel is, a kutatás fókuszát viszont leszűkítettem úgy, hogy az kizárólag a kockázati-tőke-befektetési döntési folyamatra vonatkozott. Ennek megfelelően ez a felmérés az ügyletgenerálással, a befektetési javaslatok szűrésével és értékelésével, az ügyletek részletes átvilágításával, valamint a befektetési tranzakciók strukturálásával foglalkozott, a befektetést követő monitoring tevékenységre és a kiszállási szakaszra viszont már nem tért ki. A 2008-as és a 2014-es vizsgálatok terjedelme közötti különbséget a 7. *ábra* mutatja.

A kutatási célok elérése és a hipotéziseim vizsgálata érdekében a befektetési döntési folyamat felépítésére helyeztem a hangsúlyt, valamint annak vizsgálatára, hogy felfedezhetőek-e különbségek a döntési struktúrák között aszerint, hogy az egyes befektetők milyen vállalati életszakasz finanszírozására szakosodtak, valamint, hogy milyen tulajdonosi háttérrel rendelkeznek. Az értekezés eredmények fejezetében azokat a döntési struktúrákat mutatom be, melyekkel jól le lehet írni az egy-egy adott szempont szerint elkülönített befektetői csoportra jellemző befektetési döntési folyamatot, külön felhívva a figyelmet az egyes csoportok közötti

<sup>69</sup> A megnevezett területek mellett, a személyes interjúk alkalmával feltettem kérdéseket a magyarországi gazdasági-politikai helyzettel kapcsolatban is, arra keresve a választ, hogy a befektetők befektetési szempontból mennyire tartják vonzóknak a magyarországi viszonyokat.

különbségekre. Összehasonlítási szempont volt továbbá az is, hogy saját eredményeim mennyire álltak összhangban a témával foglalkozó nemzetközi szakirodalmi források eredményeivel.



7. ábra: A 2008-as és 2014-es kutatásaim terjedelme

Forrás: saját szerkesztés

A 2014-es felmérés másik fő területe a mintában szereplő kockázattőke-befektetők által a beérkező projektek értékelésekor alkalmazott értékelési kritériumok, a részletes átvilágítás során jellemzően végrehajtott tevékenységek – beleértve a befektetési lehetőségek értékeléséhez használt módszereket is –, a befektetéstől elvárt hozamot befolyásoló tényezők, valamint az ügyletstrukturálást. Ennél a vizsgálatnál is arra törekedtem, hogy eltéréseket tárjak fel az általam elkülönített befektetői csoportok között, melyek egyrészt a tulajdonosi háttér, másrészt pedig a finanszírozásnál preferált vállalati életszakasz szerint elkülönített befektető csoportok voltak. A vizsgálat eszközeként egy 90 állítást tartalmazó Likert-skálás kérdőívet használtam.

### 3.2. Kutatási és statisztikai módszerek

A primer adatgyűjtés a 2008-as és a 2014-es kutatás esetében is **kérdőíves megkérdezéses felmérés** formájában történt, melynek alanyai kockázattőke-befektetésekkel foglalkozó alapkezelők vagy befektetési társaságok jellemzően vezető pozícióban lévő munkatársai voltak. Mindkét kutatásnál a megkérdezés előre felállított, strukturált kérdéssor alapján személyesen történt.

Kutatásmódszertani szempontból a megkérdezéses vizsgálatok a következtető kutatási módszerek közé tartoznak, melyekre jellemző, hogy formálisabb és strukturáltabb keretek között zajlanak, mint a kutatási módszerek másik nagy csoportját alkotó feltáró kutatások. A következtető módszerek célja, hogy segítse a döntéshozót abban, hogy egy adott helyzetben a legmegfelelőbb cselekvéssorozatot határozza meg, értékelje, majd válassza ki. A következtető

kutatásokra jellemző, hogy konkrét információigénnyel rendelkezünk, hipotéziseink is vannak, melyeket nagy reprezentatív mintán vizsgálunk inkább kvantitatív módszerekkel. A következtető kutatásoknak két altípusa van, a leíró és az ok-okozati, melyek közül az előbbi célja a főbb jellemzők és funkciók leírása, utóbbié pedig az ok-okozati kapcsolatok és hatásmechanizmusok megismerése. A megkérdezést, mint kutatási módszert elsősorban a leíró kutatási eljárásoknál használjuk annak érdekében, hogy a sokaság egy mintáját alkotó megkérdezettektől információkat kapjunk (Malhotra [2005], Gyulavári et al. [2014]).

A kérdőíves megkérdezéses módszereket főleg a kvantitatív kutatásoknál használják, melyekre jellemző a nagy és reprezentatív minta, az előre rögzített hipotézisek és a mérés központi szerepe. A kvalitatív kutatások ezzel szemben strukturálatlanok és kis mintán alapulnak, a mérésnek pedig nincs nagy jelentősége, hiszen nem az a cél, hogy a minta alapján a sokaságra általánosítható következtetéseket vonjunk le. A kérdőíves megkérdezés standardizáltsága magas, hiszen a kérdőív már a kutatás előtt elkészül, a kérdések tartalma és sorrendje előre meghatározott. A kérdőív nem más, mint egy mérőeszköz, mely a válaszadóktól történő adatgyűjtésre szolgál. Egységes kerete biztosítja a gyűjtött adatok összehasonlíthatóságát és értelmezhetőségét. A kérdőíves vizsgálatok végső eredményei az egyedileg adott válaszok összesítéséből származnak. A megkérdezéses módszerek előnye az egyszerűségükben és az adatok megbízhatóságában rejlik, a válaszok kódolása pedig szintén könnyű, főleg akkor, amikor döntően zárt kérdésekből áll össze a kérdőív. A módszer hátránya, hogy sokszor nehéz jól meghatározni a kérdéseket és nem mindig biztos az sem, hogy a válaszadók képesek és hajlandók megválaszolni a kérdéseket (Malhotra [2005], Gyulavári et al. [2014]).

A megkérdezés formája szerint a kérdőíves módszerek bonyolíthatók személyesen, telefonon, postán és elektronikusan is. A személyes megkérdezésnél egy kérdezőbiztos személyesen, szóban teszi fel a kérdéseket, itt a legmagasabb a válaszadási hajlandóság, lehetőség van a bonyolultabb kérdések magyarázatára és az esetleges félreértések is tisztázhatók. Problémát jelent ugyanakkor, hogy a személyes megkérdezésnél a legnagyobb a torzítási lehetőség, objektivitási kérdések merülnek fel, a válaszadóban pedig ekkor lehet legerősebb a konformizmus. A kérdések lehetnek strukturálatlanok vagy strukturáltak, másképp fogalmazva nyitottak vagy zártak. A nyitott kérdések a válaszadó saját szavaival megválaszolható kérdések, a zárt kérdéseknél viszont előre meghatározzák a válasz-alternatívákat. Háromféle típusa lehet: szelektív zárt, alternatív zárt és skálakérdés (Malhotra [2005], Tamus [2011] és Gyulavári et al. [2014]).

Mindkét kutatás esetében **primer adatgyűjtést is végeztem**. A 2008-as kérdőíves kutatásban szinte kizárólag nyitott kérdéseket használtam, 2014-ben viszont nyitott kérdéseket csak a kockázatitőke-befektetési folyamat megismerése miatt tettem fel az alanyoknak.<sup>70</sup> A 2014-es felmérés zárt kérdéseket is tartalmazott, melyeket egy **Likert skálába rendezve** tettem fel a megkérdezett befektetési szakembereknek. A skála alkalmazására azért volt szükség, mert az annak kitöltésével nyert adatokat statisztikai vizsgálatoknak vethettem alá annak érdekében, hogy az eltérő tulajdonosi háttérű, vagy eltérő vállalati életszakasz finanszírozására szakosodott befektetők közötti szignifikáns különbségeket feltárjam.

A skálaképzésre a mérés miatt van szükség, a mérés pedig nem más, mint „*számok vagy egyéb szimbólumok vizsgálati egységek jellemzőihez történő előre meghatározott szabályok szerinti hozzárendelése*” (Malhotra, 2005, 311. p.). A skálaképzés a skála létrehozását jelenti, melyen a mérni kívánt vizsgálati egységeket a kutató elhelyezi. A skálaképzési technikák lehetnek összehasonlító és nem összehasonlító technikák, melyek közül az összehasonlító, vagy nem metrikus skáláknál az adatok csak egymáshoz viszonyítva értelmezhetők, míg a nem

<sup>70</sup> A 2008-as és a 2014-es felmérés során használt nyitott kérdéseket tartalmazó, témák szerint csoportosított kérdéssorok a doktori értekezés *11. és 13. számú mellékleteiben* található.

összehasonlító, vagy metrikus skálák a vizsgálati egységeket egymástól függetlenül mérik. A nem összehasonlító skáláknak két típusa ismert, a folytonos és a diszkrét értékelőskálák. A folytonos vagy grafikus értékelőskálánál a válaszadóknak egy egyenes vonalra tett jelöléssel kell az értékelésüket elvégezniük, míg a diszkrét skálánál meghatározott és sorbarendezett kategóriák vannak, melyekhez számok tartoznak, a válaszadóknak pedig a megfelelő kategóriát kell kiválasztaniuk. A Likert-skála a diszkrét értékelőskálák közé tartozik, két végpontja van, melyek között öt válaszkategória helyezkedik el. Minden állításhoz egy számértéket kell rendelni annak alapján, hogy a válaszadó mennyire ért, vagy nem ért egyet az adott állítással. A skála előnye, hogy könnyű összeállítani és alkalmazni a válaszadók pedig gyorsan megértik. A Likert skála egyébként az intervallumskálák csoportjába tartozik, melyek olyan értékelőskálákat foglalnak magukba, ahol a skálapontok közötti távolságok egyenlők és kifejezik a mérési kategóriák közötti különbséget (Malhotra [2005], Ghauri-Gronhaug [2011], Tamus [2011]).

Az összeállított Likert skálás kérdőív összesen 90 állítást tartalmazott, melyeket az interjúalanyoknak egy ötfokozatú skálán kellett értékelniük, ahol az 1-es az „*egyáltalán nem jellemző*” vagy „*egyáltalán nem fontos*” kategóriát, míg az 5-ös a „*nagymértékben jellemző*” vagy „*nagyon fontos*” kategóriát jelentette. A kérdőív a 4. táblázat szerinti öt fő témacsoportot tartalmazta, melyek a befektetési javaslatok szűrését, a részletes átvilágítás során végrehajtott tevékenységeket, a projekt értékeléséhez használt módszereket, a projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezőket és az ügyletstrukturálást érintő állításokat foglalták magukba. A teljes Likert skálás kérdőív a doktori értekezés 13. számú mellékletében található.

#### 4. táblázat: A 2014-es Likert skálás kérdőívben szereplő főbb témacsoportok

Kritériumcsoport neve	Kritériumok, állítások száma
1. Csoportosított projektértékelési szempontok	29
<i>1/a. Általános értékelési kritériumok</i>	4
<i>1/b. Értékelési kritériumok a projekt menedzsmentjével kapcsolatban</i>	5
<i>1/c. Értékelési kritériumok a megcélzott piaccal kapcsolatban</i>	6
<i>1/d. Értékelési kritériumok a termékkel/szolgáltatással kapcsolatban</i>	5
<i>1/e. Értékelési kritériumok a vállalkozással kapcsolatban</i>	5
<i>1/f. Egyéb értékelési kritériumok</i>	4
2. A részletes átvilágítás során végrehajtott tevékenységek	17
3. A projekt értékeléséhez használt módszer	8
4. A projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők	11
5. Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások	25
<b>Összesen</b>	<b>90</b>

*Forrás:* saját szerkesztés

Mind a 2008-as, mind a 2014-es felmérésnél viszonylag kis mintaelemszámmal dolgoztam, ám ennek ellenére a 2014-es kutatást alapvetően kvantitatív jellegűnek, míg a 2008-as kutatást inkább kvalitatívnek tekinthetők. A 2008-as felmérésből nyert adatokat nem lehetett statisztikai vizsgálatoknak alávetni, ezért a kérdőíves megkérdezési módszer mellett a kutatás során esettanulmányokat is készítettem, melyek szintén a kvalitatív kutatási technikák közé tartoznak. Ghauri és Gronhaug (2011) szerint az esettanulmányok alkalmazása akkor hasznos, amikor egy adott jelenséget a saját környezetén kívül nehéz tanulmányozni, illetve amikor túl sok változó van, vagy a vizsgált változók nehezen számszerűsíthetők. Az esettanulmányok gyakran magyarázók, feltárók vagy leírók, jellemzően a „hogyan” és a „miért” kérdésekre keressük velük a választ. A leíró funkciója mellett magyarázó funkciója is lehet, ha az adott esetet sikerül mélységében vizsgálni.

2008-ben két **esettanulmányt** készítettem, melyek közül az egyik egy állami háttérű, míg a másik egy magántulajdonban lévő kockázatitőke-befektető által megvalósított befektetés körülményeit mutatta be a finanszírozott vállalkozások szemszögéből. Az esettanulmányokból kiderült, hogy milyen életszakaszban lévő vállalkozások jutottak tőkéhez, mekkora volt a befektetés összege, miért a kockázati tőke számított elérhető forrásnak, mennyi időt vett igénybe a befektetési döntés meghozatala és mik voltak a döntés meghozatalának legfontosabb szempontjai, hogyan történt az összeg rendelkezésre bocsátása, mi jellemezte a befektető monitoring tevékenységét a befektetést követően, milyen volt a portfólió cég teljesítménye a tartási időszak alatt és végül, hogy milyenek voltak az exit körülményei.<sup>71</sup>

A 2014-ben használt, 90 állítást tartalmazó Likert-skálás kérdőív adatait statisztikai vizsgálatoknak vettem alá, annak érdekében, hogy elemezni tudjam a bevezetésben felállított hipotéziseim igazságát. Olyan statisztikai módszer alkalmazására volt szükségem, mely a kis mintaelemszám ellenére is segítséget tud nyújtani a különféle szempontok szerint elkülönített kockázatitőke-befektetői csoportok vagy másképpen minták közötti szignifikáns különbségek feltárásában.

A megfelelő módszerhez a **statisztikai hipotézisvizsgálat** témeköre vezetett el, **azon belül is az ún. homogenitásvizsgálat**. Hipotézis alatt valamely sokaságra vonatkozó feltevést értünk, a hipotézis helyességének mintavételi eredményekre alapozott vizsgálatát pedig hipotézisvizsgálatnak hívjuk. A hipotézisek a sokaság eloszlására vagy az adott eloszlás paramétereire vonatkozhatnak, vizsgálatuk pedig próbafüggvényekkel történik. A hipotézisvizsgálat során meg kell fogalmazni a nullhipotézist, illetve az ún. alternatív vagy ellenhipotézist is. A nullhipotézis helyességét a próbafüggvénnyel tudjuk megítélni, ha igazolni tudjuk, akkor az alternatív hipotézis elvetendő és a nullhipotézis az igaz, ha nem, akkor az alternatív hipotézis lesz igaz, a nullhipotézist pedig el kell vetni. A próbafüggvény a mintaelemek olyan függvénye, melynek valószínűségi eloszlása a nullhipotézis igazságát feltételezve ismert. A valószínűségi eloszlás meghatározását a mintavétel módja, a minta nagysága és a sokaság eloszlása egyaránt befolyásolhatja. A homogenitásvizsgálat két eloszlás egyezőségének vizsgálatára irányul, így ennek megfelelően a nullhipotézis azt állítja, hogy az eloszlások azonosak, az alternatív pedig azt, hogy valami különbség van közöttük (Hunyadi és Vita [2002]).

A statisztikai próbák lehetnek paraméteresek, vagy nemparaméteresek, a kettő közül a paraméteres próbákat Corder és Foreman (2009) alapján akkor lehet használni, ha az általunk vizsgált minta elemszáma kellőképpen nagy és véletlenszerű mintavétellel került kiválasztásra egy normál eloszlású sokaságból, a mintát alkotó változók független megfigyelésekből származnak, intervallum vagy arányskálán mérhetők, eloszlásuk pedig szintén a normális eloszlásra hasonlít. Amennyiben a feltételek közül valamelyik nem teljesül a vizsgálathoz érdemesebb inkább a nemparaméteres próbákat használni. Ugyanezen szerzőpáros szerint a próbák lefuttatásának megvannak az általános lépései, melyek közül az első a null- és alternatív hipotézis megfogalmazása, a nullhipotézishez kapcsolódó szignifikanciaszint meghatározása, a megfelelő teszt statisztika vagy próbafüggvény kiválasztása, a próbafüggvény értékének kiszámítása és összevetése a megfelelő kritikus értékkel<sup>72</sup>, döntés a nullhipotézis elfogadásáról vagy elutasításáról, végül pedig az eredmények interpretálása.

Tekintettel arra, hogy a Likert-skálás kérdőívet 13 kockázatitőke-befektető töltötte ki, így a változókat, a kis elemszámú minta miatt nemparaméteres próbákhoz használtam fel. A nemparaméteres próbák lefuttatása mellett szóló másik érv a volt, hogy a mintában szereplő

<sup>71</sup> Az esettanulmányok elkészítéséhez használt kérdéssorokat az értekezés *15. számú melléklete* tartalmazza.

<sup>72</sup> A kritikus érték az elfogadási és az elutasítási tartományt elválasztó értéket jelenti. Ha a próbafüggvény értéke az elfogadási tartományba esik, akkor a nullhipotézist elfogadjuk, ha az elutasítási tartományba, akkor viszont elvetjük.



változók eloszlása nem minden esetben felelt meg a normál eloszlás követelményeinek. A Likert-skálás kérdőívben 90 állítás szerepelt, melyek mindegyikére 13-13 válaszérték állt rendelkezésre. A **normalitás vizsgálat** során mindegyik állításra adott válaszérték csoportra ellenőriztem a változók eloszlásának ferdeségét és csúcosságát, majd összehasonlítottam ezeket a normáeloszlásra jellemző értékekkel. Ellenőrzésképpen egymintás Kolmogorov-Smirnov tesztek is lefuttattam, szintén azzal a céllal, hogy tájékozódjak, vajon a változók eloszlása megfeleltethető-e a normál eloszlásnak. A Kolmogorov-Smirnov teszt két gyakorisági eloszlás összehasonlítására alkalmas statisztikai próba, mellyel ellenőrizni tudjuk, hogy az általunk vizsgált mintában szereplő változók eloszlása megfelel-e az általunk feltételezett, jelen esetben normál típusú valószínűségi eloszlásnak.

Mivel a normalitásvizsgálat során nagyrészt arra a következtetésre jutottam, hogy a vizsgált változók eloszlása nem tekinthető normálisnak, a minta elemszáma pedig kicsi, így a homogenitásvizsgálatot nemparaméteres próbákkal végeztem el. Mivel a kockázatitőke-befektetők csoportosítása során kettőnél több csoportot alakítottam ki, így a csoportokba tartozó elemek eloszlásainak egyezőségét a Kruskal-Wallis-féle H-teszttel vizsgáltam. A próba kettőnél több, egymástól független minta elemeinek eloszlását hasonlítja össze a megfelelő próbafüggvény értékének meghatározásával, melynek kritikus értékkel történő összevetése után megállapítható, hogy a vizsgált mintaelemek eloszlása eredeztethető-e ugyanabból az eloszlásból. Ha a próbafüggvény számított értéke nagyobb vagy egyenlő, mint a megfelelő szignifikancia szinthez tartozó kritikus érték, akkor a nullhipotézis elvetésére van szükség, azaz ebben az esetben legalább két minta elemeinek eloszlása között szignifikáns különbség van (Corder és Foreman, 2009).

Szignifikáns eredmény esetén, a Kruskal-Wallis-féle H-teszt nem mondja meg, hogy mely független minták eloszlásai között áll fenn a szignifikáns különbség, így ennek feltárása végett érdemes páronként megvizsgálni a mintákat és a Mann-Whitney-féle U-tesztek lefuttatásával meggyőződni arról, hogy mely minták elemeinek eloszlása között áll fenn szignifikáns különbség. A Mann-Whitney-féle U-próba abban különbözik a Kruskal-Wallis-féle H-tesztől, hogy mindössze kettő, egymástól független minta elemeinek eloszlásának összehasonlítására szolgál. Amennyiben a próbafüggvény számított értéke kisebb, mint a megfelelő szignifikancia szinthez tartozó kritikus érték akkor a nullhipotézis elvetésére van szükség, azaz ebben az esetben a két minta elemeinek eloszlása között szignifikáns különbség van (Corder és Foreman, 2009).

A Likert-skálás kérdőív adatainak nemparaméteres próbákkal történő feldolgozása során az első lépés a kockázatitőke-befektetők csoportosítása volt. Mind a tulajdonosi háttér, mind a finanszírozásnál preferált vállalati életszakasz esetén kettőnél több befektetői csoportot különítettem el, így az egymástól független csoportok vagy minták közötti szignifikáns különbségek azonosítására először **Kruskal-Wallis-féle H-teszteket** futtattam le. Ahol szignifikáns különbség volt, ott **Mann-Whitney-féle U-próbákat** is elvégeztem annak érdekében, hogy megtaláljam azokat a befektetői csoportokat, melyek eloszlásai között a szignifikáns különbség ténylegesen fennállt. A próbák során, a nullhipotézisek igazságának megítélésekor az 5-10%-os szignifikancia szintnek megfelelő kritikus értékeket vettem alapul. Corder és Foreman (2009) ugyanakkor rámutatott arra, hogy abban az esetben, ha több mintát hasonlítunk össze, akkor az elsőfajú hibák bekövetkezési valószínűsége nagyobb, ezért ilyenkor a szignifikancia szint (alfa) eredeti értékét érdemes módosítani és az ún. Bonferroni-eljárást alkalmazni. Az eljárás célja egy módosított szignifikancia szint meghatározása az eredeti szignifikancia szint és az összehasonlított független minták számának hányadosa alapján. Az így kalkulált módosított szignifikancia szint alacsonyabb lesz, mint az eredeti alfa érték. Tekintettel arra, hogy kettőnél több befektetői csoportot hasonlítottam össze a vizsgálatok során, így

megvizsgáltam azt is, hogy az eredmények vajon a Bonferroni-eljárásnak megfelelő módosított megbízhatósági szinten is szignifikánsak-e.

A statisztikai próbák lefutattása és a kapott eredmények értelmezése után a vizsgálat megközelítését megfordítottam és olyan statisztikai módszert kerestem, mely képes volt a mintában szereplő megfigyelési egységeket, vagyis a kockázati-tőke-befektetőket egymástól jól elkülönülő, homogén csoportokba rendezni. A csoportok képzéséhez szükséges változókat a Likert-skálás kérdőív állításaira adott 1-től 5-ig terjedő értékek jelentették. A csoportképzésre alkalmas módszerül a többváltozós statisztikai elemzési eszközök közé tartozó klaszteranalízist választottam, mely Barna és Székelyi (2008) alapján nem más, mint egy dimenziócsökkentő eljárás, melynek célja, hogy olyan megfigyelési egységek kerüljenek egy csoportba, melyek minden változó esetében közel vannak egymáshoz, de közben távol esnek minden egyéb más csoporttól. Az elemzés végén olyan csoportok vagy klaszterek jönnek létre, melynek középpontjai távol esnek más klaszterek középpontjaitól, a klasztereken belül ugyanakkor homogenitás érvényesül.

A csoportképzési eljárás vagy **klaszteralgoritmus** lehet hierarchikus vagy nem hierarchikus, melyek közül a hierarchikus lehet összevonó vagy felosztó. Az összevonó altípusnál az elemzés elején minden egység egy-egy külön klasztert alkot, majd az elemzés előrehaladtával az egymáshoz legközelebb állók kerülnek egy újabb klaszterbe. A felosztáson alapuló altípus ennek fordítottja, itt az elemzés elején minden egység egy klaszterben van, majd ezt kezdjük el külön-külön osztani. Az összevonó eljárásán belül több további klaszterezési módszer is található, melyek abban különböznek egymástól, hogy hogyan értelmezik az elemek, illetve klaszterek közötti távolságot. Az összevonó eljárások közé tartozik az egyszerű, a teljes és az átlagos láncmódszer, a Ward-módszer és az ún. centroid módszer. A nem hierarchikus módszerek abban különböznek a hierarchikustól, hogy alkalmazásukkor előre meg kell határozni a létrehozandó klaszterek számát, induláskor pedig ismertnek tekintjük a klaszterközéppontokat. A módszer szerint egy megfigyelési egység abba a klaszterbe kerül, melynek klaszterközéppontjához a legközelebb esik. A klaszterelemzés lefuttatása előtt érdemes a változók közül a kiugró értékeket kiszűrni, a különböző mérési skálán mért változókat standardizálással azonos szintre hozni, s végül megvizsgálni a változók közötti korreláció mértékét. Utóbbira azért van szükség, mert az egymással magas korrelációt mutató változók együttes szerepeltetése torzítja az elemzés eredményeit (Barna és Székelyi [2008], illetve Sajtos és Mitev [2007]).

Bár a klaszterelemzésbe bevonható változók teljes halmazát a Likert-skálás kérdőívben szereplő 90 állítás adta, a klaszterelemzésbe végül ténylegesen bevont változók körét saját kutatói döntésem alapján határoztam meg. A döntéshozatal során figyelembe vettem azt, hogy melyek azok a változók, melyekre adott válaszok alapján a kutatásban szereplő befektetők nem mutattak homogén halmazt, valamint figyelembe vettem azt is, hogy melyek voltak azok a változók, melyeknél az előzőleg lefuttatott nemparaméteres próbák már feltártak szignifikáns különbségeket a befektetői csoportok között. Végezetül, a klaszterezésbe bevont változók körének meghatározásánál a releváns szakirodalmak eddigi eredményeit is figyelembe vettem. Egy-egy klaszterelemzés lefuttatásánál kettő vagy három változót vontam be a vizsgálatba úgy, hogy előtte ellenőriztem az egyes változók közötti korrelációs együtthatók mértékét. Sajtos és Mitev (2007) alapján, amennyiben a változópárok között erős pozitív vagy negatív kapcsolat volt, az egyik változót kiszűrtem a további vizsgálatokból.<sup>73</sup> Kiugró értékeim nem voltak, hiszen a Likert-skála használata eleve determinálta, hogy a változók csak 1 és 5 közötti értékeket vehettek fel. A klaszterelemzésbe bevont változókról és a lefuttatott klaszterelemzések számáról a *10-11. számú mellékletek* táblázatai adnak összefoglaló tájékoztatást.

<sup>73</sup> Erős pozitív kapcsolatról akkor beszélhetünk, ha a két változó közötti korrelációs együttható ( $r$ ) értékére teljesül, hogy:  $0,7 \leq r < 1$ . Erős negatív kapcsolatról pedig akkor beszélünk, ha a két változó közötti korrelációs együttható ( $r$ ) értékére teljesül, hogy:  $-1 < r \leq -0,7$ .

**A klaszterelemzéseket először hierarchikus eljárásokkal, a teljes láncmódszerrel és a Ward-módszerrel végeztem el,** majd ugyanazon változókra a nem hierarchikus K-közép eljárás szerinti klasztervizsgálatot is lefuttattam. Azokban az esetekben, amikor a K-közép eljárás szerint kapott klaszterek visszaigazolták legalább az egyik hierarchikus módszer szerint kapott klasztereket, akkor azokat megjelöltem, majd szakmai szempontból értékeltem értelmezhetőségüket. Ha a klaszterezések eredményeként olyan klasztereket kaptam, melyek vagy a tulajdonosi háttér vagy a finanszírozásnál preferált vállalati életszakasz szempontjából homogénnek minősültek (pl.: az érett életszakaszban lévő cégekbe történő befektetést preferáló befektetők egy különálló klaszterbe kerültek), akkor azokat a vizsgálat értelmezhető eredményeiként rögzítettem. Annak érdekében pedig, hogy meggyőződjek a kapott klaszterek homogenitásáról ellenőriztem a klasztereken belüli változók szórását, majd összevettem a klaszterezés nélküli, összes változóra érvényes szórással. Amennyiben a klasztereken belüli szórás alacsonyabb volt, mint a teljes szórás, akkor ez utalt arra, hogy a klaszterezéssel sikerült homogén csoportokat létrehozni.

A befektetői minták mind a 2008-as, mind a 2014-es kutatás megvalósításánál a statisztikai vizsgálatoknál megszokott nagy elemszámú mintákhoz képest, jóval kisebb elemszámú befektetői mintákkal dolgoztam. A kisebb mintaelemszámok oka egyrészt az volt, hogy a magyarországi kockázatitőke-befektetői piac nem számít sokszereplősnek, ami főleg a 2008-as felmérésre igaz, tekintettel arra, hogy a Jeremie-program 2009-es megindulását követően 2014-re több új kockázatitőke-alap is felállításra került. A kisebb mintaelemszámok másik oka azzal magyarázható, hogy a befektetők sokszor elzárkóztak a kapcsolatfelvételtől és az adatközléstől vagy időhiányra, vagy az adatok és az alapkezelői tevékenység bizalmas jellegére hivatkozva. Mindezek következtében a 2008-as felmérés egy 10 elemű, míg a 2014-es 13 elemű kockázatitőke-befektetői mintán alapult. A mintákban szereplő alapkezelőket és befektető társaságokat, valamint az azokat reprezentáló személyeket anonimként kezeltem az értekezésben, figyelembe véve az interjúalanyok erre vonatkozó kifejezett kérését.

Tekintettel a 2014-es felmérés kis mintaelemszámára, a Likert-skálás kérdőív adataira lefuttatott klaszteranalízisek eredményeit fenntartásokkal kezeltem és csak a kis mintaelemszámú kutatásoknál is jól működő nemparaméteres próbák eredményeinek megerősítésére használtam. Bár a változók száma összesen 90 volt, minden klasztervizsgálat lefuttatásánál ügyeltem arra, hogy a vizsgálatba bevont változók száma és a megfigyelési egységek száma között az 1:4-hez arány mindig érvényesüljön.<sup>74</sup> A kis mintaelemszám ellenére a klaszteranalízisek értelmezhető, a nemparaméteres próbákkal összhangban lévő eredményekhez vezettek a részletes átvilágítással, a projektek üzleti értékét meghatározó módszerekkel és az ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások terén is. Ebből adódóan a kutatás következtetései megalapozásához a klaszteranalízis is hozzájárult.

A 2008-as kutatás esetében a minta összeállításánál a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület 2008-as évkönyvének tagjegyzékére támaszkodtam, mely összesen 28 teljes jogú tagként nyilvántartott kockázatitőke-befektetőt tartalmazott (HVCA, 2008). A 28 tagból összesen 20 befektetőt kerestem meg a kutatás kapcsán, így a vizsgálatba bevont 10 befektetővel 50%-os válaszadási arányt tudtam elérni. Noha a 2008-as kutatás célja a mintába bevont befektetők befektetési politikájának, a befektetési folyamatnak, a befektetések kezelésének, az exiteknek és az alkalmazott motivációs rendszernek az általános bemutatásával foglalkozott, már itt megjelent kutatási célként az eltérő tulajdonosi háttérből fakadó különbségek feltárásának igénye. Ennek megfelelően a mintában szerepelt 3 állami háttérű befektető is, a fennmaradó 7 entitás pedig tisztán magántulajdonban lévő befektető vagy tőkealap volt. A 2008-as kutatásban résztvevő,

<sup>74</sup> Vagyis ez azt jelenti, hogy egy-egy klasztervizsgálat legfeljebb három változót tartalmazott, a megfigyelési egységek száma viszont 13-nak felelt meg.

---

állami tulajdonban lévő kockázatitőke-befektetők néhány fontosabb jellemzőjét a 4. számú melléklet 1. táblázata tartalmazza.

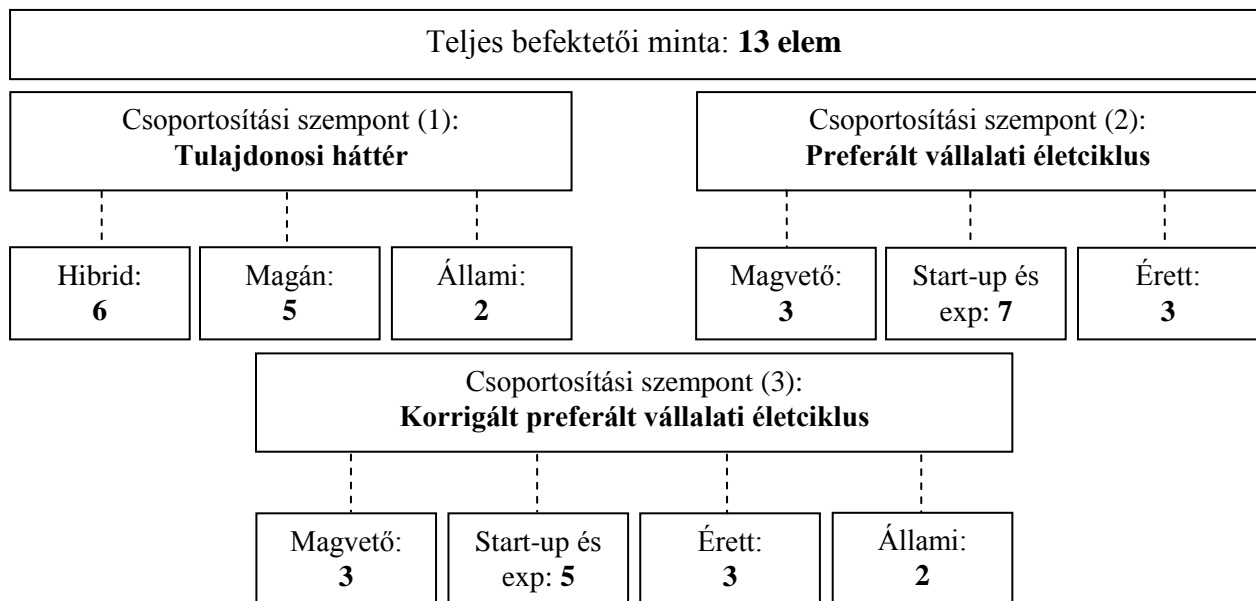
A 2008-as kutatásban szereplő, állami tulajdonosi háttérrel rendelkező kockázatitőke-befektetők között két olyan entitás szerepelt, mely a tőkealap és tőkealap-kezelő szerinti konstrukcióban működött, egy pedig gazdasági társaság formájában. A befektethető tőke összege a 3-5 milliárd Ft-ig terjedő tartományban mozgott, melyet a befektetők kizárólag Magyarországon helyezhettek ki. Az interjúkészítések idején az *ST08-1*-es azonosítójú befektető rendelkezett a legtöbb még befektethető tőkével, a másik két jogi entitás a forrásainak 80-90%-át már befektette addigra. A preferált vállalati méretet a 100 vagy 250 főnél kevesebb alkalmazottal rendelkező kkv-k jelentették, iparági specializáció csak az *ST08-2*-es azonosítójú befektetőnél volt, mely csak az informatika és távközlés területén működő befektetési célpontokat keresett. A preferált vállalati életciklus az induló, korai fázis és az expanzió vagy jelen esetben korai növekedési szakasz voltak. A jellemző befektetési futamidő öt évnél felelt meg, a befektetéseknél megszerezni kívánt tulajdoni hányad pedig mindenhol 50% alatti volt, azaz a befektetők megelégedtek a kisebbségi részesedéssel. Az egy-egy ügyletbe átlagosan befektetett tőke összege az állami tőkealapoknál 150-250 millió Ft-ot tett ki, míg a befektetési társaságnál ez lényegesen alacsonyabbnak, mindössze 68,5 millió Ft-nak felelt meg. Az *ST08-3*-as azonosítójú befektető volt a legaktívabb, az interjúkészítés idejére már 34 magyarországi tranzakciót valósított meg és 19 exitet hajtott végre. A másik két tőkealap tíz alatti számú portfóliócéggel rendelkezett, a kiszállások száma pedig minimális volt.

A 2008-as kutatásban résztvevő magán eredetű forrásokat kihelyező kockázatitőke-befektetői minta fontosabb jellemzőit a 4. számú melléklet 2.-3. táblázatai mutatják. A hét teljes egészében magánhátterű kockázatitőke-befektető közül kettő befektetési társaság formájában működött, öt pedig a klasszikus befektetési alap-alapkezelő konstrukció szerint. A befektetők közül mindössze a *PR08-4*-es azonosítójú entitás működött csak magyarországi befektetésekre szakosodott országalként, a többi másik vagy a teljes kelet-közép-európai régióban, vagy emellett még Európában és az Egyesült Államokban is keresett befektetési lehetőségeket. A kihelyezhető tőke volumene csak két esetben volt alacsonyabb, mint 2 milliárd Ft, négy befektetőnél viszont meghaladta a 80 milliárd Ft-ot. A legkisebb méretű alappal a *PR08-4*-es azonosítójú befektető rendelkezett és ez volt az egyetlen olyan magánbefektető a mintában, mely vállalkozott a még induló vagy start-up fázisban lévő cégek finanszírozására is. A többi hat befektető inkább a már expanziós fázisban vagy az érett életszakaszban lévő vállalkozásokat kereste, melyekben gyakran a korábbi tulajdonosok teljes kivásárlásával szereztek tulajdoni részesedést. Ezzel a stratégiával állt összhangban a jellemzően megszerezni kívánt tulajdoni részarány nagysága is, a mintában szereplő legtöbb kockázatitőke-befektető ugyanis többségi, 50% feletti tulajdonhányad megszerzésére törekedett. Az átlagos ügyletméret alsó határa rendszerint megközelítette az 1 milliárd Ft-ot, ez alól csak a *PR08-3*-as azonosítójú befektető és a korábban már említett országalként jelentettek kivételt, melyek vállalkoztak 150 millió Ft alatti kihelyezésekre is. A befektetők többségére jellemző volt, hogy a preferált vállalati méretet nem a létszám, hanem az értékesítési árbevétel vagy az ún. EBITDA alapján határozták meg. Árbevétel tekintetében a nagyobb összegű tőkét menedzselő befektetők inkább a 10-40 millió EUR-s sávban kerestek célpontokat 0,7-5 milliárd Ft-os EBITDA termelő potenciállal. Ezzel szemben a kisebb alapok 120 millió Ft-nál, vagy 0,8-1,6 milliárd Ft-nál állították be a minimum elvárt bevételi szintet. A magánbefektetőkre is jellemző volt a generalista szemlélet, azaz változatos iparágakban kerestek befektetési lehetőségeket. Kedvelt szektornak minősült azonban az IT, biotechnológia, élettudományok, energetika, fogyasztási cikkek gyártása, ipari gyártás, illetve az üzleti-ipari szolgáltatások. Az országalként leszámítva a befektetők csak 2-3 magyarországi céget tartottak portfóliójukban az interjú elkészítésekor, az itt befektetett tőke összege ugyanakkor csak három befektetőnél volt nyilvános. A portfóliók teljes mérete változó nagyságú volt, azonban a 80 milliárd Ft-nál nagyobb méretű alapot menedzselő befektetők 10-30 befektetést kezeltek. A

klasszikus saját tőke típusú finanszírozás mellett megjelent az ún. mezzanine finanszírozási konstrukció nyújtása is, sőt a *PR08-6*-os azonosítójú alapkezelőnek ez volt az elsődleges terméke a tőkeági finanszírozással szemben. A jellemző befektetési időtáv három évnek felelt meg, ettől csak az országalap gyakorlata tért el, melynél előfordultak 1-2 éves befektetések is.

A 2008-as személyes megkérdezésemre alapuló kérdőíves vizsgálat mellett, két esettanulmányt is elkészítettem, melyekben először egy állami, majd egy magánbefektető által megvalósított kockázati tőke-befektetés okait, körülményeit, valamint a befektetések kezelésének és monitoringjának gyakorlatát mutattam be. Kitértem továbbá arra is, hogy a befektetések futamideje alatt a forrást kapott vállalkozások milyen teljesítményt mutattak fel, illetve, hogy a cégek alapító tulajdonosai miként vélekedtek a tőkebevonás előnyeiről és hátrányairól.

A 2014-es felmérés befektetői mintájának összeállításakor segítségemre volt a Jeremie program 2009-es megindulása, melynek köszönhetően a kockázati tőkealap-kezelő cégek száma jelentősen megugrott és létrejöttek olyan tőkealapok is, melyek kizárólag a magvető fázis finanszírozására specializálódtak. További kedvező fejlemény volt, hogy a programban felállított alapok hibrid forrásösszetétellel rendelkeztek, azaz a gyűjtött tőke kisebb részben magán-, nagyobb részben pedig Európai Unió/állami forrásból származott.



**8. ábra: A 2014-es kérdőíves kutatás kockázati tőke-befektetői mintájának háromféle csoportosítása elemszámokkal együtt**

*Forrás: saját szerkesztés*

A minta összeállítása érdekében 27 befektetőt kerestem meg, melyek közül végül 13-mal sikerült az újabb interjúkat lefolytatnom, így 48%-os válaszadási arányt tudtam elérni. A teljes mintát összesen háromféle szempont szerint csoportosítottam, egyrészt tulajdonosi háttér szerint, mely alapján 2 állami tulajdonban lévő, 5 teljes egészében magánháttérű és 6 ún. hibrid alapot kezelő befektetőt különítettem el. A finanszírozásnál preferált vállalati életszakasz szerinti csoportosítást kétféleképpen végeztem el, az egyik szerint magvető, start-up és érett életszakasz szerinti befektetői csoportokat képeztem, míg a másik esetben az állami háttérű befektetőket külön kategóriaként kezeltem és ennek megfelelően egy önálló csoportba soroltam (8. ábra). Ezen döntésem mögött meghúzódó indokok, hogy a kutatásban résztvevő állami befektetők nemcsak deklaráltak egy vállalati életszakasz finanszírozására specializálódtak, az általuk nyújtott befektetési konstrukció meglehetősen sajátos jellegű, befektetési döntéseik meghozatalát pedig gazdaságpolitikai célok is befolyásolhatják.

A 2014-es vizsgálatban is anonimként kezeltem az interjúkban és a kérdőívek kitöltésében közreműködő befektetőket, így azokat ismét egyedi azonosítókkal láttam el. A létrejött minta bemutatását megint az állami háttérű befektetők jellemzésével kezdem, melyekből a 2014-es kutatás két entitást tartalmazott és mindegyikük a befektetési alap-alapkezelő konstrukció szerinti formában működött (*4. számú melléklet, 4. táblázat*).

A mintában szereplő állami befektetők közül, az (A) azonosítóval rendelkező alapkezelő 2011-ben alakult azzal a céllal, hogy az általa kezelt, 14 milliárd Ft-os méretű alapból átlagosan öt éves futamidejű befektetéseket valósítson meg jellemzően legalább két éves üzleti múlttal rendelkező magyarországi kkv-kba eredetileg 2015. december 31-es határidővel. Az alapkezelő négyféle finanszírozási konstrukcióval is megjelent a piacon, melyek között magántőke hozzájárulása nélküli és azzal együtt történő befektetési konstrukció is szerepelt. A magánbefektetői hozzájárulást nem tartalmazó finanszírozási termék esetében az alapkezelő maximum 200.000 eurónak megfelelő forintösszegig fektethetett be úgy, hogy ehhez még biztosíthatott a befektetett tőke kétszeresét kitevő tagi kölcsönt is. A befektetési kritériumok között szerepelt, hogy az alapkezelő legfeljebb 49%-os kisebbségi részesedésre tarthat igényt, a preferált vállalati típust pedig inkább a korai expanziós fázisban lévő, hagyományos termelő vagy szolgáltató szektorban működő cégek jelentették. Az állami alapkezelő aktivitását jól bizonyította, hogy már az interjúkészítés idején rendelkezett 36 portfóliócéggel és 4 megvalósított exittel. A másik állami befektető a 2014-es kutatás idején két alap kezelését is ellátta, melyek mindegyike teljes egészében állami forrást tartalmazott. A 2002-ben felállított alap mérete 3 milliárd Ft volt, induló vagy korai fázisban lévő befektetési lehetőségeket keresett és az interjú idejére a rendelkezésre álló teljes tőkét már kihelyezte. A 2009-ben felállított alap mérete 20 millió eurónak felelt meg, földrajzi fókusz nemcsak Magyarországra, hanem a kelet-közép-európai régió többi országára is kiterjedt, a megcélzott vállalati kört pedig a jelentős cash flow-val és árbevétellel, valamint többéves működési múlttal rendelkező, inkább késői expanziós szakaszban lévő cégek képezték. A jellemző befektetési időtáv 3-4 év, a befektetési méret pedig 50-600 millió Ft volt és az alap többségi részesedés megszerzésére törekedett. Az interjúkészítés idején az alap teljes tőkéjének 80%-a még befektetésre várt, a portfóliócégek aktuális számát ugyanakkor bizalmas információként kellett kezelni.

A 2014-es kutatásban öt magánbefektető szerepelt, melyek közül négy a klasszikus befektetési alap-alapkezelő konstrukció szerint működött, egy pedig gazdasági társaság formájában (*4. számú melléklet, 5.-6. táblázatok*). A befektetésekkel megcélzott vállalati életszakasz szerint egy befektető [(C) jelű] kifejezetten a magvető fázis finanszírozására, egy a start-up vagy expanziós szakasz [(D) jelű], míg a maradék három az érett vállalati életszakasz finanszírozására specializálódott. Az első két befektető elsősorban csak magyarországi befektetéseket valósított meg, a másik három finanszírozó ugyanakkor szélesebb területi lefedettséggel dolgozott, s vagy regionális szinten vagy az egész Európai Unióban keresett befektetési lehetőségeket. A befektetésekhez rendelkezésre álló tőke a magvető tőkealpnál volt a legkisebb, 402 millió Ft, ami nem meglepő, hisz ennél az alapnál az átlagos tranzakcióméret 60 millió Ft-nak felelt meg, a befektetési társaságnál ugyanez már 300-400 millió Ft volt. A nagyobb méretű regionális alapoknál ezzel szemben 1,2 milliárd Ft-nál kezdődött az átlagos ügyletméret. Az interjú elkészítéskor a három érett vállalati életszakasz finanszírozására szakosodott befektető már túl volt legalább három befektetési alap felállításán, a kezelt tőke összege pedig meghaladta a 29,6 milliárd Ft-ot. A finanszírozási konstrukció majd minden esetben tőkebefektetésnek felelt meg, ez alól kivételt csak az (E) azonosítójú befektető jelentett, mely speciális, ún. mezzanine hitelt nyújtott portfóliócégeinek. Az (F) és (G) jelű befektetők jellemzően kivásárlások útján szereztek többségi tulajdonrészt a vállalkozásokban, míg a magvető alap és a mezzanine alap megelégedett a kisebbségi részesedéssel is. Csakúgy, mint a 2008-as kutatásnál a regionális érdekeltségű alapok itt is vagy a vállalkozás által termelt értékesítési árbevétel vagy az EBITDA alapján válogatták befektetési célpontjaikat, míg ugyanezek a szempontok a korai fázisra koncentráló

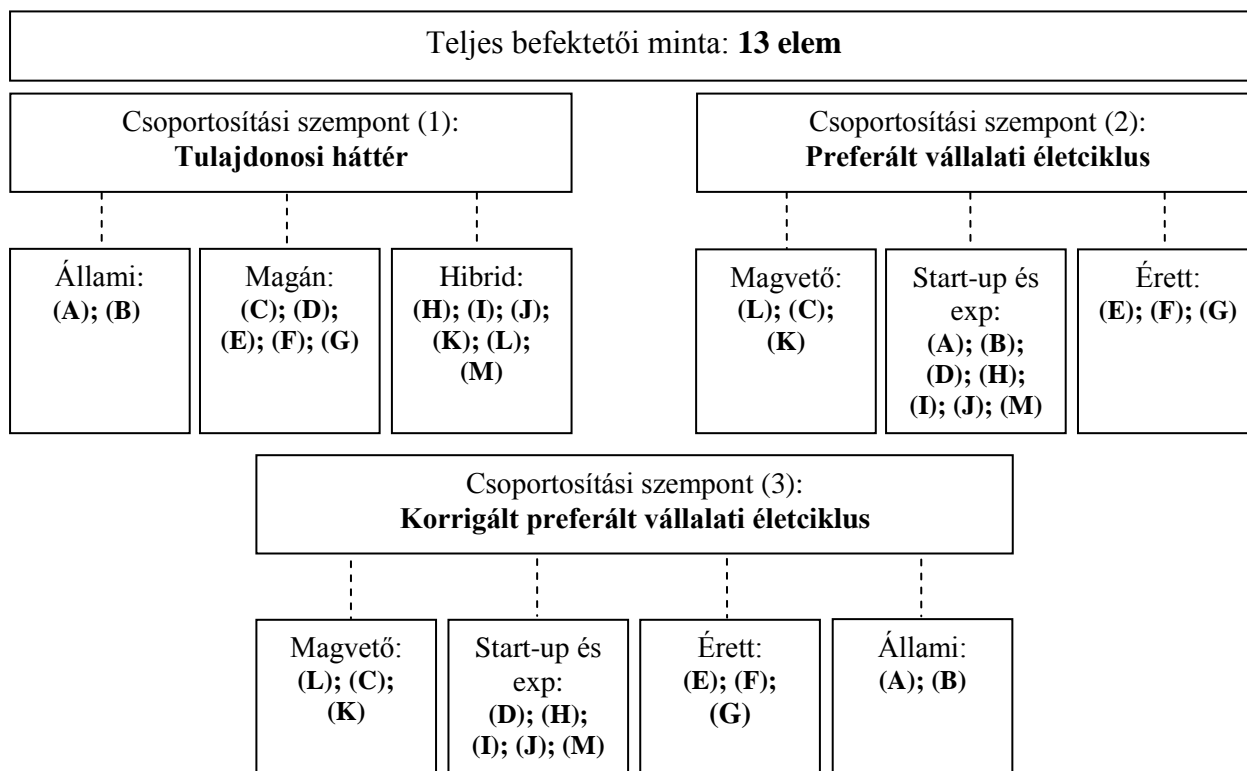
magvető alpnál és a befektetési társaságnál már nem érvényesülhettek. Szektorfókusz helyett a generalista szemlélet érvényesült, nem mindegyik befektetőnél jelent meg szektorpreferencia, ám az információtechnológia kedvelt ágazatnak számított, a nagyobb méretű alapoknál pedig a termelő, ipari profil is vonzónak minősült.

Új szereplőkként jelentek meg a 2014-es felmérésben a hibrid tőkealapok, melyek a Jeremie programnak köszönhetően elindulásukat (*4. számú melléklet, 7.-8. táblázatok*). Összesen hat olyan kockázatitőke-alap kezelővel készítettem interjút, melyek vagy a Jeremie program első, vagy a második fordulójában kerültek ki győztesen a pályázók közül és kezdhették meg befektetni a részben magán, részben EU-állami forrásból álló tőkealapok pénzét. A vizsgálatba bevont alapkezelők közül négy már a Jeremie program előtt is aktív befektetési tevékenységet folytatott, kettő ugyanakkor kifejezetten az új EU-s kezdeményezés miatt jött létre. Mindkettőre igaz volt, hogy a program második körében indultak el, egyszerre két alapot is kezeltek, egyet a magvető, egyet pedig a növekedési konstrukció keretében. A magvető alapok mérete 2,15 milliárd Ft-nak, míg a növekedési alapok mérete 6,43 milliárd Ft-nak felelt meg. A másik négy alapkezelő már a Jeremie első körében mandátumot nyert, s jellemzően növekedési fókuszú alapokat kezeltek, melyek mérete 5 és 7,1 milliárd Ft között szóródott. Kivételt képzett ez alól az (*M*) azonosítójú befektető, mely mind az első, mind a második fordulóban nyerni tudott, így először egy növekedési alap, utána pedig egy magvető alap kezelésére kapott megbízást. Az alapok ossztőkéjének 70%-át az Európai Unió és a magyar állam biztosította, 30%-át pedig magánszereplők. Az egyedüli kivételt a (*J*) azonosítójú alapkezelő jelentette, mely teljes egészében közösségi-állami forrásból felállított alapot kezelt úgy, hogy ő fektethetett be egyedül a Közép-magyarországi régió belüli székhelyű vállalkozásokba. Ennek az alapnak a további specialitása az volt, hogy a befektetéseket co-investment formában valósította meg, vagyis a befektetési tranzakciókat bizonyos részben magán, maximum 70%-ban pedig közösségi-állami forrásból finanszírozta. A tőkebefektetést igénybe vehető vállalatok méretét a Jeremie program az értékesítési árbevétel nagyságához kötötte, a Jeremie I-es növekedési alapoknál ez 1,5 milliárd Ft-nak, míg a Jeremie II-es növekedési alapoknál 5 milliárd Ft-nak felelt meg. A magvető alapoknál ezzel szemben a bevételi korlátot évi 200 millió Ft-ban állapították meg. A finanszírozott életciklus a start-up és az expanzió volt, a preferált szakágazatok pedig hasonlóan a 2008-as kutatáshoz és a 2014-ben megkérdezett magánbefektetői preferenciákhoz a csúcstechnológia, informatika, élettudomány és biotechnológia voltak. A Jeremie program első körében résztvevő befektetők az interjúkészítés idejére a rendelkezésre álló tőkéjük 50-70%-át már befektették, vagy legalábbis kötelezettséget vállaltak rá, míg a Jeremie II-es alapkezelők a kihelyezési tevékenységük elején álltak. Az átlagos ügyletméret a növekedési alapoknál inkább 300-700 millió Ft között, míg a magvető alapoknál 15-45 millió Ft között húzódt.

A 2008-as és a 2014-es felmérés között van átfedés, azaz van olyan befektetési alap vagy társaság (állami háttérű és magánbefektető is), mely mind a két felmérésben részt vett. A *4. számú mellékletben* bemutatott táblázatok a befektetőkre vonatkozó, az egyes felmérések idején érvényes információkat mutatják, vagyis azoknál a befektetőknél, melyek mindkét mintában szerepeltek, a 2014-es állapotot bemutató táblázatok figyelembe veszik a 2008 és 2014 közötti időszakban bekövetkező változásokat (pl.: új alapok felállítása, befektetési ügyletek számának növekedése, stb.). Olyan természetesen nem fordult elő, hogy ugyanaz a befektető kétszer töltötte volna ki a Likert-skálás kérdőívet, hiszen annak alkalmazására csak a 2014-es felmérés idején került sor.

A 2014-es kutatásban szereplő kockázatitőke-befektetőket kétféleképpen is csoportosítottam, egyrészt tulajdonosi háttérük szerint, másrészt a finanszírozásnál általuk preferált vállalati életciklus szerint. A mintában szereplő befektetők e két csoportosítási szempont alapján képzett besorolását – felhasználva a 8. ábra felépítésének struktúráját – a 9. ábra szemlélteti. Az ábra bal oldala a tulajdonosi háttér szerinti besorolást, míg a jobb oldala a finanszírozásnál preferált

vállalati életciklus szerinti besorolást mutatja. Mindkét oldalon ugyanakkor a befektetői mintának az eloszlása látható, csak a csoportosítás ismerve tér el. A befektetők finanszírozásánál preferált vállalati életciklus szerinti csoportosításánál alkalmaztam egy korrekciót is, melynek során az állami tulajdonosi háttérű befektetőket külön halmazként kezeltem. Ezt azért tartottam szükségesnek, mert ezeknek a befektetőknek a döntési folyamata, illetve az általuk nyújtott finanszírozási konstrukció is számos sajátosságot tartalmazott. A korrigált preferált életciklus szerinti csoportosítást a 9. ábra alsó, középső része mutatja. A kutatásban résztvevő befektetők finanszírozásánál preferált vállalati életciklus szerinti eredeti csoportosításánál, az állami tulajdonosi háttérű befektetőket a start-up és az expanziós szakaszú ügyletek finanszírozásában aktív befektetők közé soroltam.



**9. ábra: A 2014-es kutatásban szereplő kockázatitőke-befektetők besorolása a háromféle csoportosítási szempontnak megfelelően**

*Forrás: saját szerkesztés*

A kis mintaelemszám ellenére véleményem szerint a felmérés reprezentatívnak tekinthető, melynek igazolását a kutatásban résztvevő kockázatitőke-befektetők által gyűjtött tőke oldaláról közelítem meg. A Likert-skálás kérdőíves felmérés idején, a közvetlenül magyarországi befektetésekre allokált tőke összege kb. 140 milliárd Ft-nak felelt meg úgy, hogy ebbe az összegbe nem tartozott bele az egész kelet-közép-európai régió iránt érdeklődő kivásárlási és mezzanine alapok által gyűjtött tőke volumene. Ezek az alapok ugyanis nem hozzák nyilvánosságra azt, hogy a régió egyes országaiban külön-külön mekkora összeget kívánnak kihelyezni, így ennek megfelelően az sem volt ismert, hogy magyarországi cégekbe mekkora tőkét invesztálnának. A gyűjtött tőke több mint 60%-át a Jeremie első és második fordulójában elindult tőkealap-kezelők adták, melyek elemszáma 13-nak felelt meg, melyből saját kutatásom hat befektetőt érintett. Noha a Jeremie harmadik fordulójának nyertesei már ismertek voltak az interjúkészítés időpontjában, mivel befektetési tevékenységüket még nem indították el, így ezeket az alapkezelőket kiszűrtem a vizsgálatból. A forrás maradék 40%-át állami háttérű befektetők és kisebb méretű, magáneredetű forrásokat kihelyező országalapok biztosították. Az interjú készítésének idején, a felméréseimben szereplő, csak magyarországi befektetésekre szakosodott kockázatitőke-befektetők által kezelt tőke összege közel 83-84 milliárd Ft-nak felelt



---

meg, mely így a teljes allokált tőkeösszeg majd 60%-át reprezentálta. Ehhez adódik még hozzá a felmérésben résztvevő kivásárlási alapok által gyűjtött tőke volumene, mely közel 600 milliárd Ft értékűre becsülhető, ebből azonban nem tudni, hogy mennyit tesz ki a magyarországi befektetésekre elkülönített tőke nagysága. Fontos megjegyezni továbbá, hogy az alapkezelők képviselőit nagyon nehéz volt rávenni arra, hogy információkat szolgáltatassanak a kutatáshoz és, hogy vállalják a személyes interjúkat. Elzárkózásukat főleg időbeli leterheltségükkel és az üzleti információk bizalmas jellegével magyarázták. Mindezt figyelembe véve úgy gondolom, hogy a felmérések alapját jelentő minta elemszáma reprezentatívnak tekinthető, s a minta alkalmas arra, hogy az értekezés célkitűzéseit megalapozott keretek között vizsgálja.

## 4. KUTATÁSI EREDMÉNYEK

Kutatásaim eredményeinek bemutatását először a kockázatitőke-befektetők befektetési döntési folyamatának értékelésével kezdem, majd az előszűrési folyamat során figyelembe vett értékelési kritériumok fontosságát, a részletes átvilágítási folyamat tevékenységeit, a projektek értékelése során használt módszereket, az elvárt hozamot befolyásoló tényezőket, s végül az ügyletstrukturálás jellemzőit tárgyalom. Először mindig a tulajdonosi háttér szerinti megközelítés alapján mutatom be az eredményeimet, majd ezután térek rá a befektetői finanszírozásnál preferált vállalati és korrigált vállalati életciklus szerinti csoportosítás eredményeire. A vezérfonalat a 2014-es kutatás eredményei adják, ezt egészítem ki a 2008-as kutatás során tett megállapításaimmal.

### 4.1. A kockázatitőke-befektetők befektetési döntési folyamata

A kockázatitőke-befektetési döntési folyamat vizsgálatánál, a 2014-es kutatásom alapján először az állami tulajdonban lévő befektetőkre jellemző befektetési döntési folyamatot mutatom be, majd ezt követően a hibrid alapokat kezelő befektetők, s végül a magántulajdoni háttérrel rendelkező befektetők befektetési döntési folyamatát tárgyalom. A magánháttérű befektetőkre jellemző döntési folyamat vizsgálata átvezet a másik kutatási aspektushoz, mely a befektetéseknel preferált vállalati életszakasz szerinti megkülönböztetés érvényesítését igényli. Ennek megfelelően a döntési folyamat elemzését az érett vállalati életfázisra és a korai – start-up és magvető – fázisra koncentrálok befektetők döntési gyakorlatának szembeállításával zárom, majd összefoglalom az alfejezet főbb megállapításait. A befektetési döntési folyamatot csak az ügyletstrukturálás szakaszáig tárgyalom úgy, hogy közben végig a bevezetésben megjelölt, s ide vonatkozó kutatási célok elérését tartom szem előtt. Ennek megfelelően arra törekszem, hogy bemutassam azokat a döntési folyamat modelleket, melyek jól leírják a valamely szempont (tulajdonosi háttér vagy preferált életszakasz) szerint elkülönített befektetői csoportokra jellemző befektetési döntési eljárást, megítélve ezzel a hipotézisek igazságát.

#### 4.1.1. Az általános kockázatitőke-befektetési döntési folyamat bemutatása

Az általános kockázatitőke-befektetési döntési gyakorlatnak megfelelően, a felméréseimben résztvevő befektetők döntési folyamata is az ügyletgenerálási szakasszal kezdődik. A befektetési projektek érkehetnek egyéni megkeresések alapján, amikor közvetlenül a forrást kereső vállalkozó vagy projektgazda keresi meg a befektetőt, valamint érkehetnek a befektetők személyes kapcsolatrendszerén keresztül is. A megkérdezettek kiemelték a különféle szakmai rendezvények, fórumok, konferenciák, valamint a szakmai szervezetek jelentőségét is, melyek közül utóbbiak, a tevékenységükből adódó speciális ismereteikre, vagy területi lefedettségükre alapozva nagymértékben hozzájárulhatnak a kellően nagyszámú befektetési javaslat beérkezéséhez.<sup>75</sup>

Az egyes csatornák közül – mind a projektek mennyiségét, mind minőségét tekintve – a legfontosabb a személyes kapcsolatrendszeren keresztül történő ügyletgenerálás számított, melyen belül elsősorban az alapkezelők vagy befektetési társaságok menedzsmentjének kapcsolatrendszere volt az, melynek kihasználásából a legtöbb projekt származott. Magát a kapcsolatrendszert és a beérkező projektek szakágazati hovatartozását nagymértékben meghatározták a befektetési szakemberek múltbeli iparági tapasztalatai. A megkérdezettek eltérő véleménye alapján nem volt egyértelmű, hogy a beérkező projektek minőségét befolyásolja-e az, hogy honnan érkezik az adott projekt javaslat. Egyes interjúalanyok szerint a pénzügyi területen

<sup>75</sup> Ilyen szakmai szervezeteknek vagy intézményeknek számítanak a vidéki bankfiókok és takarékszövetkezetek, kamarák, regionális fejlesztési ügynökségek és egyéb vállalkozásfejlesztéssel foglalkozó intézmények.

működő intézményektől, közvetítőktől jellemzően jobb minőségű befektetési lehetőségek érkeznek, míg más befektetési szakemberek a tranzakciós és egyéb kompetens tanácsadócégek szerepét emelték ki. Megint mások a személyes kapcsolatrendszeren keresztül beérkező projektek jobb minőségét hangsúlyozták, míg voltak olyanok, akik semmilyen összefüggést nem tapasztaltak a projektek minősége és forrása között. Egyes alapkezelők véleménye szerint, a projektek beérkezésére jellemző a szezonális, a tavaszi és év végi időszakok során ugyanis magasabb számú projektfolyamról („*deal flow*”) számoltak be az alapkezelők. Ezt a jelenséget indukálja az is, hogy ezekben az időszakokban nagyobb a pezsgés a start-upok körül, ugyanis az őket megcélzó fórumokat és rendezvényeket is rendszerint ekkor szervezik és tartják meg.

**Az ügyletgenerálási stratégia jellegét tekintve a befektetők nem mutattak egységes képet.**

Aktív ügyletgenerálási stratégiát főképp az újonnan létrejött, vagy az új alapot indító befektetők alkalmazták, ami érthető, hisz a megfelelő projektvolumen eléréséhez szükséges piaci jelenlétük aktív jelzése. Ennek fórumai a különféle rendezvények, start-up versenyek, konferenciák, illetve egyetemi előadások vagy kurzusok lehetnek. Külön megemlíthető még az iparág hivatalos szakmai fóruma, a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület is, melyhez a felmérésekben résztvevő befektetők többsége teljes jogú tagként már korábban csatlakozott. A rendezvényeken való részvételnek ugyanakkor megvan a hátránya is, nevezetesen, hogy az azokon megjelenő projekteket az adott eseményen jelen lévő más befektetők is megismerik, csökkentve ezzel a jó projektek megszerzésének esélyét. Éppen ezért törekedni kell más, alternatív ügyletgenerálási csatornák kiépítésére is, melyek a tőke kínálati oldal konkurens szereplőitől sokkal jobban el vannak zárva. A passzív ügyletgenerálási stratégiát követő befektetők azzal magyarázták stratégiájukat, hogy az általuk kezelt alap tőkéjét már teljes egészében befektették, vagy új alap felállítására pedig még nem került sor, vagy saját reputációjuk erősségével, melynek köszönhetően a befektetési lehetőségek beáramlása az alapkezelő komolyabb marketing vagy szponzorációs tevékenysége nélkül is folyamatos volt.

Az évente beérkezett projektjavaslatok száma befektetőről-befektetőre változott, a jellemző projektvolumen 80 és 300 között mozgott, bár volt olyan befektető, mely 400-ra tette a tartomány felső határát. A projektelfogadási arány mindenütt rendkívül alacsony szintű volt, mindössze 1-3% között mozgott és csak ritkán fordult elő ennél magasabb, 10-12%-os ráta. Ez magyarázható egyrészt a befektetők szigorú kiválasztási rendszerével, másrészt a projektek gyenge minőségével is. Utóbbit jól érzékelteti az egyik megkérdezett szakember véleménye, mely szerint csak a beérkezett projektek 10-15%-a üti meg azt a minőségi szintet, aminél már érdemes komolyabban is megvizsgálni és elemezni az adott projektet.

A befektetési döntési folyamat második szakasza **az előszűrés**, melynek célja, hogy a befektetők szelektáljanak a projektek között és kiválasszák azokat, melyekkel komolyabban is szeretnének foglalkozni. Az előszűrésnek két szakasza is lehet, melyek közül az egyik egy általános szűrési szakasz, amikor a befektető, az általa fontosnak tartott kritériumok (pl.: menedzsment, célpia, illetve a termék vagy szolgáltatás vizsgálata) alapján értékeli a projekteket, míg a másik egy ún. specifikus szűrési szakasz, melynek szempontjait a befektető tulajdonosi háttere, a kezelt tőke forrása, valamint az alapkezelő befektetési stratégiája egyaránt meghatározhat. Az előszűrés alapja rendszerint egy-másfél oldalas összefoglaló dokumentum („*one-pager*” vagy „*teaser*”), mely a projekttel kapcsolatos legfontosabb alapinformációk bemutatására szolgál. Az előszűrésben általában egy junior és egy senior befektetési szakember vesz részt, a folyamat időigénye pedig két hét vagy akár egy hónap is lehet. Annak eldöntése, hogy egy adott projekt továbbmehet-e a döntési folyamatban a heti vagy kétheti rendszerességgel megtartott megbeszéléseken történik (projekt vagy „*pipeline*” megbeszélés), a döntéshozatal pedig általában nem formális döntési fórumokon keresztül történik. A döntés alapja természetesen nemcsak a rövid összefoglaló, hanem az időközben a projektgazda vagy céltársaság által a befektető rendelkezésére bocsátott üzleti terv és a menedzsmenttel/alapítókval folytatott

találkozók során elhangzott információk. A gyűjtött információk összegzése gyakran egy külön erre a célra szolgáló dokumentumban történik („*screening memo*”). Amennyiben a projekt elutasításra kerül, előfordul, hogy félreteszik bizonyos időre, majd a projekt későbbi fejlődési stádiumában – amikor már jobban illeszkedik a befektető stratégiájába – újra előveszik, hogy mérlegeljék, vajon a projekt megérett-e a tőkebefektetés megvalósítására. A projekt ideiglenes mellőzésének oka lehet az is, hogy a befektető látni szeretné egy bizonyos részfejlesztési feladat teljesülését vagy egy minta projekt (*pilot-projekt*) megvalósulását és csak ezeket követően kezdené el komolyabban mérlegelni a projekt megfinanszírozását.

Amennyiben a projektet vonzónak ítéli meg a befektető, a döntési folyamat egy újabb szakasza következik, melyet ugyanakkor nem egységes néven illetnek a megkérdezett szakemberek. Egyesek úgy hivatkoznak rá, mint **előzetes értékelés** („*initial due diligence*”), míg mások úgy, mint üzleti terv vizsgálat vagy üzleti terv due diligence. Több interjúalany is megjegyezte, hogy ebben a döntési szakaszban a projekt menedzselését az a szenior kolléga veszi át, akinek korábbi iparági tapasztalata összeegyeztethető a befektetési lehetőség szakágazati hovatartozásával. Az alaposabb megismerés végett a befektetők még több információt gyűjtenek össze a projektről, az üzleti modellről, valamint a potenciális kockázatokról, egyrészt a menedzsmenttel lefolytatott újabb személyes találkozókból, másrészt a saját maguk által végzett kutatásból. A különféle külső szakértők bevonása ekkor még kevésbé jellemző. A személyes találkozók célja azonban nemcsak az információgyűjtés, hiszen a személyes beszélgetések lehetőséget nyújtanak arra is, hogy a befektetők meggyőződjenek a menedzsment kvalitásairól, s ezen keresztül kialakuljon bennük egy benyomás a csapatról. Nagy hangsúly helyeződik az üzleti tervre, mellyel kapcsolatban befektetői elvárás, hogy szöveges és számszaki részeket egyaránt tartalmazzon. Az üzleti terv gyakran korrekcióra szorul, így a végleges dokumentum a befektető és a projektgazda közötti folytonos egyeztetések, iterációk eredménye. Több megkérdezett szakember szerint is, a benyújtott üzleti tervek színvonala általában gyenge, és nem felelnek meg a befektetői elvárásoknak, melyek egyébként az alábbi fő tartalmi elemeket követelnek meg egy üzleti tervtől:

1. Tevékenység bemutatása, üzleti modell és piac,
2. Múltbeli pénzügyi kimutatások (elmúlt két év, rendkívüli tételek kiemelésével és részletezésével),
3. Menedzsment bemutatása,
4. Stratégiai terv és az ahhoz kapcsolódó feltételezések, bevételek és költségek,
5. Pénzügyi terv (eredménykimutatás, mérleg, cash flow)
6. A befektetett összeg részletes felhasználási terve és annak változatai, ha vannak.

Ami a pénzügyi tervet illeti, a kutatásban résztvevő befektetők általában három éves pénzügyi tervet készítenek el a forrást kereső vállalkozókkal vagy projektgazdákkal, s értelemszerűen nagy hangsúlyt helyeznek az általuk elvárt megtérülés teljesülésének ellenőrzésére is. Mivel a vizsgálatok során a projektgazda oldaláról bizalmas információk feltárására kerül sor, így a felek ebben a szakaszban titoktartási megállapodást kötnek egymással. Ha az előzetes értékelés és az üzleti terv alapján a projekt továbbra is vonzónak számít, akkor a döntési szakasz végén megszületik egy véglegesnek tekintett üzleti terv, a befektető belső döntési folyamatát segítő előterjesztési dokumentáció („*investment memorandum*”) és egy előzetes indikatív befektetési ajánlat vagy szándéknyilatkozat. Mindebből következik, hogy ígéretes projekt esetén a befektetők már ebben az előzetes értékelési szakaszban megvizsgálják azt, hogy milyen feltételek kikötésével tudnák megvalósítani a tranzakciót, vagyis már ebben a fázisban megkezdődik az ügyletstrukturálás, a befektetés megvalósítási módjának kidolgozása. Amennyiben a projekt mégis elutasításra kerül, úgy az erről való kiértesítés egy e-mail vagy telefonos egyeztetés keretében történik.

A projekt finanszírozása iránti formális befektetői elköteleződés első állomása az indikatív befektetői ajánlat, vagy **előzetes befektetői megállapodás vagy szándéknyilatkozat** („*term sheet*”) elkészítése, majd felek általi aláírása. Az ajánlat a befektetés utáni együttműködés feltételeit rögzíti, melynek kötelező elemei a befektetési összeg és annak rendelkezésre bocsátásának bemutatása, a tulajdonosi részarányok, a tranzakciós struktúra, a befektetőt megillető kontroll, opciós, exit és elsőbbségi jogok ismertetése, valamint a titoktartás és az exkluzivitás is. Utóbbi a befektető kizárólagosságára utal, nevezetesen arra, hogy a szándéknyilatkozat aláírását követő 2-3 hónapos időszakban a projektgazda nem tárgyalhat másik kockázati tőke-finanszírozóval. A dokumentum a befektetést követő monitoring feladatokra is kitér, a céltársaságra vonatkozó rendszeres (havi, negyedéves és éves) adatszolgáltatási kötelezettség előírásával, valamint a különféle testületeken (pl.: felügyelő bizottság, vagy igazgatóság) belüli befektetői képviselő előírásával. A szándéknyilatkozat elkészítése, felek között kitárgyalása, majd véglegesítése és aláírása a válaszadók szerint 1-4 hetet vesz igénybe.

A szándéknyilatkozat felek általi aláírását követően, az ügyletről készített előterjesztés alapján a befektető jóváhagyja a szándéknyilatkozatot és dönt arról, hogy a projekt a részletes átvilágítás fázisába léphet. Az előterjesztési dokumentum a tranzakció megvalósításának strukturális feltételeit, a befektető saját piaci és egyéb elemzéseit, illetve megtérülési kalkulációit, a projekt/céltársaság és üzleti modell részletes bemutatását, az exit-lehetőségeket, valamint a kidolgozott üzleti terv fő elemeit tartalmazza. A döntés fóruma lehet hivatalos vagy nem hivatalos, előbbi esetben fórumként a befektetési bizottság vagy igazgatóság szolgál, sőt gyakran a döntés két körben valósul meg, vagyis bizottsági döntésre, majd igazgatósági döntésre egyaránt sor kerül. A két fórum közül a bizottságnak van nagyobb jelentősége, mivel az igazgatóság a bizottság előzetes véleménye alapján hozza meg döntését. Előfordulhat az is, hogy a döntés nem hivatalos keretek között zajlik, ilyenkor a döntést egyszerű partneri döntésnek hívják, melyet természetesen a befektető vezető tisztségviselői hoznak meg.

A formális vagy informális jóváhagyó döntés után indulhat el a projekt részletes átvilágítása, vagyis az ún. „due diligence” folyamat, mely általában külső szakértők megbízásával történik, a befektetők koordinációja mellett. **A részletes átvilágítás jogi, pénzügyi, számviteli, könyvvizsgálati, adózási és technológiai, illetve bizonyos esetekben a szabadalmi védettséget érintő területeket ölel fel, időbeli hossza pedig 2-3 héttől 2-3 hónapig is eltarthat attól függően, hogy mennyire bonyolult, vagy milyen életfázisban lévő vállalkozást kell átvilágítani.**<sup>76</sup> Az átvilágítás lefolytatását segítheti, ha a befektetői csapatban vannak technológiai vagy egyéb iparági szakértők, illetve ha a befektetéssel foglalkozó entitás, mint egyfajta önálló üzletág funkcionál egy szélesebb pénzügyi-számviteli-üzletviteli tanácsadással foglalkozó szervezeten belül. Ilyenkor ugyanis a tranzakció megvalósításában nemcsak a befektetési üzletág, hanem az említett szolgáltatásokat nyújtó többi terület is részt vehet (pl. a **(H)** azonosítójú befektetőnél). A befektetők sokszor a már jól bevált szakértői csapatra támaszkodnak az átvilágítás során, új szakértők bevonása pedig akkor jellemző, ha valamilyen speciális iparági, technológiai terület alapos megismerésére van szükség. Az átvilágítás részeként a befektetők gyakran értékelést is készítenek a projektre, melynek során a befektetési és az exitkor várható értékre is kíváncsiak. Az átvilágítás elvégzése jelentős költséggel jár a tőkealapkezelő részére, mely az ügylet bonyolultságától függően 4-8 millió Ft-ot, vagy a tranzakció értékének 1-5%-át teszi ki. Az átvilágítással járó költségeket – a felek közötti megállapodástól függően – vagy az alapkezelő, vagy a céltársaság állja. A tranzakció megvalósulása esetén gyakran előfordul, hogy az átvilágítással járó költségeket a céltársaságnak kell kifizetnie, míg

<sup>76</sup> Amennyiben a projekt még ötletfázisban van és nincs mögötte céges háttér, úgy az átvilágítási teendők nagy része a befektetővel közösen megalapítandó vállalkozás létrehozására irányul. Korai életszakaszban lévő projekt esetén, az átvilágítás elsősorban az ötlet üzleti és szakmai minőségét és a ráépülő üzleti modell kidolgozását és vizsgálatát öleli fel.

abban az esetben, ha a tranzakció nem valósul meg, a költségviselő rendszerint az alapkezelő. A külső szakértőkkel végzett átvilágítással párhuzamosan egyes befektetőknél belső due diligence is történik, mely főképp további piacelemzések készítésére és megtérülési kalkulációk elvégzésére irányul. A tranzakció zárásához kapcsolódó jogi dokumentációk előkészítése már a szándéknyilatkozatot követő jóváhagyó döntés után megkezdődik és szintén a részletes átvilágítási szakasszal párhuzamosan folytatódik. Egy-egy befektetési igazgató vagy partner általában egy-két, esetleg három projekt átvilágításában vesz részt, gyakran azokéban, melyeket releváns iparági szakértelmüknek köszönhetően már az előszűrés után a felügyeletük alá rendelték. Az átvilágítás célja, hogy a befektető meggyőződjön arról, hogy az eddig átvett információk megfelelnek-e a valóságnak, illetve, feltárja az ügylettel kapcsolatos potenciális kockázatokat, illetve számba vegye azokat a hiányosságokat, melyeken a céltársaságnak változtatnia kell annak érdekében, hogy a befektetés megtörténhessen. Az átvilágítás eredményeiről készült jelentések főbb megállapításait egy külön erre a célra szolgáló belső döntéselőkészítő dokumentumban foglalja össze az átvilágításért felelős befektetési szakemberek.

**A megkérdezettek szerint az átvilágítási szakaszban már ritkán kerül sor a befektetési javaslatok elutasítására, helyette inkább jóváhagyó döntés születik, így a döntési folyamat véget ér és sor kerül a tranzakció zárására.** Az átvilágítás utáni döntés lehet két vagy egy szintű. Az első szintet általában a befektetési bizottság, cenzúra bizottság vagy egyszerűen csak a befektetési partnerek döntése jelenti, míg a második szintet az igazgatóságé. A jóváhagyás történhet módosítási kikötéssel (módosító jóváhagyás), azaz, ha a részletes átvilágítás feltár valami hiányosságot, akkor a tranzakciót záró szindikátusi, befektetési szerződés érvénybe lépéséhez e hiányosságok megszüntetése („*condition precedent*”) szükséges. Az igazgatósági döntés alapján, bizonyos pontokon még módosulhatnak a szándéknyilatkozatban rögzített befektetési feltételek, de inkább jellemző, hogy a korábban kikötött feltételek szerint készülnek el a végleges szerződések. A szindikátusi szerződés és egyéb kapcsolódó jogi dokumentumok véglegesítése hozzávetőleg két hetet vesz igénybe. A befektetési összeg folyósítása szintén feltételekhez kötött, melyek gyakran ún. mérföldkövek felállítása formájában jelennek meg és ezek teljesítésétől függ a befektetési összeg egyes részleteinek rendelkezésre bocsátása.

**A teljes befektetési döntési folyamat** leggyorsabb esetben három hónap, **jellemzően** viszont **egy fél éves periódus alatt zajlik le**, bár volt olyan alapkezelő, mely kilenc hónapig tartó döntéshozatali folyamatról is beszámolt. A befektetők többségének véleménye szerint az, hogy egy olyan projektben vegyenek részt, melyben egy másik befektető már rendelkezik részesedéssel, csak növeli a döntési folyamat időigényét, mivel a tranzakció struktúrájának kialakításakor figyelembe kell venni a már bennlévő befektető érdekeit, illetve az őt megillető előjogokat is. A befektetők ekkor is végigmennek ugyanazokon a döntési szakaszokon, mint bármely másik ügyletnél, az átvilágítás hossza ugyanakkor lerövidülhet, hiszen az előző kockázattőke-befektető jelenléte már validálja a projektet és egyfajta garanciát jelent az új finanszírozónak.

#### **4.1.2. A kockázattőke-befektetési döntési folyamatban tapasztalt eltérések bemutatása**

A kockázattőke-befektetők befektetési döntési folyamatának vizsgálata alapján megállapítható, hogy függetlenül a befektetők eltérő tulajdonosi háttérétől és életciklus preferenciájától, a döntési folyamat felépítése alapvetően hasonló struktúrát követ, melynek főbb állomásai a következők: ügyletgenerálás, előszűrés, szándéknyilatkozat megkötése, részletes átvilágítás, ügyletstrukturálás és a tranzakció zárása. Ugyanezek a döntési szakaszok a témával foglalkozó nemzetközi szakirodalomban is megjelennek, beleértve a fejlett nyugat-európai és amerikai, valamint a kelet-közép-európai térség kockázattőke-befektetőinek döntési gyakorlatával foglalkozó munkákat. A felmérés eredményei szintén visszaigazolták Fried és Hisrich (1994),

valamint Silva (2004) előszűréssel kapcsolatos megállapításait, melyek szerint ez az állomás felbontható két alszakaszra, egy általános jellegű szűrésre és egy ún. specifikus szűrésre. Az előszűrést követő, de a szándéknyilatkozat felek általi aláírását megelőző döntési szakasz értékelés/vizsgálat során végrehajtott befektetői tevékenységekként felsorol. Ennek a döntési fázisnak a megnevezése a felmérésben sem volt egységes, így a szakirodalomban olvasható megnevezés típusok mindegyike helyállónak tekinthető. Az ügyletstrukturálás valóban nem önálló döntési szakaszként jelenik meg, hanem gyakorlatilag átszövi az egész döntési folyamatot az elejétől kezdve. A befektető – ha vonzó a projekt – már az előzetes vizsgálatok során mérlegeli a tranzakció megvalósításának konstrukcióját és feltételeit, melyek aztán egyre részletesebben kidolgozásra kerülnek, ahogy a projekt halad a zárás felé. A részletes átvilágítás bár döntően külső szakértők bevonásával zajlik, de mivel a felmérésből kiderült, hogy a befektetők a külsővel párhuzamosan saját maguk is végezhetnek átvilágítást, így igazolható az a szakirodalmi megállapítás (Fried és Hisrich, [1994], illetve Bliss, [1999]), mely szerint a részletes átvilágítás belső és külső szakaszokra egyaránt felbontható. A felmérés ugyanakkor nem igazolta Bliss (1999) azon kitételét, hogy a kelet-közép-európai térség alacsonyabb fejlettségű kockázatitőke-piac miatt, az ebben a térségben működő befektetők mind aktív ügyletgenerálási tevékenységet végeznének. Ehelyett, az ügyletgenerálási tevékenység jellegét inkább a befektető szakmai és piaci múltja, illetve a kezelt alap indításának éve befolyásolta. Eszerint, a kevesebb piaci tapasztalattal rendelkező vagy a futamidejének elején lévő alapot menedzselő befektetők nagyobb hangsúlyt helyeztek az aktív projektkeresésre, míg a nagy számú, sikeres tranzakciókat felmutató befektetők passzív módon élvezhették a reputációjuknak köszönhető folytonos projekt beáramlást. Ez a jelenség a magyarországi kockázatitőke-piac szempontjából is fontos, mivel arra utal, hogy már itt is működnek olyan alapkezelők, melyek erős pozíciót tudtak kiépíteni maguknak a finanszírozási piacon. A befektetési döntés meghozatalához szükséges idő a felmérés szerint 3-6 hónapot vesz igénybe, mely egybevág a szakirodalomban (Ludányi, 2001) említett időigénnyel.

**A döntési folyamat, hasonló struktúrája ellenére, a felmérés azon törekvése, hogy különbséget tegyen az eltérő tulajdonosi háttérű vagy életciklus preferenciájú befektetők döntési gyakorlata között lehetővé tette a szakirodalom által eddig megállapított eredmények pontosítását és kiegészítését.** A tulajdonosi háttérrel tekintve, elsősorban az állami tulajdonban lévő befektetők döntési gyakorlata mutatott sajátosságokat, míg az életciklus preferencia kapcsán az érett vállalati életszakasz finanszírozására szakosodott befektetők (kivásárlási alapok) voltak azok, melyek döntési modelljét érdemes volt elkülönítve kezelni. Nevükhöz híven, a hibrid tőkealap-kezelők döntési gyakorlata egyfajta köztes állapotot tükrözött az állami háttérű és a magán eredetű forrásokat kihelyező befektetők között, ami azt jelenti, hogy döntési folyamatuk egyaránt tartalmazott olyan jellemzőket, melyek inkább vagy az előbbi, vagy az utóbbi befektetői csoport ismertetőjegyeit tükrözték. A finanszírozásnál preferált vállalati életciklust tekintve a korai fázisú befektetők döntési gyakorlata nem sokban különbözött a hibrid tőkealap-kezelők gyakorlatától.

Az állami tulajdonosi háttérű kockázatitőke-befektetők esetében már az ügyletgenerálási szakasz sajátos jegyeket hordoz, a felmérés szerint ugyanis ennél a csoportnál a projektek befogadása különböző formanyomtatványokkal, űrlapokkal és jelentkezési lapokkal történik. Ezek a dokumentumok részletes tájékoztatást adnak a forrást kereső vállalkozás adatairól, múltbeli pénzügyi teljesítményéről, szállítókról és vevőkről, kötelezettségekről, illetve az igényelt befektetési összegéről, annak felhasználásáról és a fejlesztés várható eredményeiről. A részletes adatlapok célja, hogy a befektető ezek alapján el tudja dönteni, hogy érdemes-e tovább foglalkoznia a projekttel. A kapcsolatfelvételhez szükséges dokumentumok az (A) azonosítójú alapkezelő esetében kiegészülnek a befektető által fejlesztett saját pénzügyi modellel, melynek adatokkal való feltöltését az alapkezelő egységesen kéri mindegyik vállalkozástól. A 2008-as kutatásban szereplő *ST08-1*-es és *ST08-3*-as azonosítójú befektetők szintén alkalmaztak adat- és

jelentkezési lapokat a kapcsolatfelvételhez sőt, az *ST08-1*-es alapkezelőnél mint a pénzügyi modell is elérhető volt, az *ST08-3*-as befektetési társaság pedig külön projektbírálati díjat számított fel az előzetesen beküldött dokumentumok áttekintéséért. A hibrid tőkealap-kezelők közül mindössze egyetlen befektetőnél (**K**) volt ennyire formális az ügyletgenerálás, mely a projektgazdák által kezdeményezett online regisztrációt követő jelentkezési lap kitöltést és a befektető saját készítésű pénzügyi modelljének feltöltését foglalta magába. Ezt azzal magyarázta az alapkezelő képviselője, hogy ezáltal sztenderdizálhatóvá válik a projektek előzetes értékelése, ami gyorsítani tudja a folyamatot.

Ezt az egy esetet leszámítva sem a hibrid tőkealapokat kezelő, sem a magán eredetű forrásokat kezelő befektetőknél nem ennyire formális a kapcsolatfelvétel és az előszűrés szakasza. A projektekkel való megismerkedéshez a befektetők csak egy rövid, egy-két oldalas összefoglaló elkészítését várják el („teaser” vagy „one-pager”), mely a tájékozódáshoz szükséges legfontosabb információkat tartalmazza. Saját fejlesztésű pénzügyi modellel és üzleti tervvel nem dolgoznak, ehelyett a vállalkozástól vagy projektgazdától várják az üzleti terv és pénzügyi modell benyújtását, vagy javaslatot tesznek egy külső szakértő bevonására. Kifejezetten ellenzik a saját dokumentumok használatát, mivel véleményük szerint a vállalkozás vagy projekt képviselői által beküldött anyagok kidolgozottsága, minősége és teljessége alapján is lehet következtetni a projekt mögött álló csapat felkészültségére és komolyságára.

**Az előszűrés jellegére szintén hatással van a befektethető tőke eredete, vagyis a forrás biztosítója.** Az állami tulajdonosi háttérű és a hibrid tőkealapokat kezelő befektetőknél is jellemző volt, hogy az allokált forrás egy része közvetlenül vagy az Európai Uniótól vagy a kormányzattól származik. Ez a körülmény az ún. alapspecifikus szűrésre lesz hatással, mely a hibrid tőkealap-kezelőknél programspecifikus szűrésnek is hívható abból adódóan, hogy ezeknek a befektetőknek azt is ellenőrizniük kell, hogy az adott projekt megfelel-e a Jeremie program által előírt feltételeknek.<sup>77</sup> A formális kritériumok mellett természetesen az üzleti szempontok is fontosak voltak sőt, a kettő közül a megkérdezett alapkezelők szerint egyértelműen az utóbbiak kapták a nagyobb hangsúlyt. Mindebből egyrészt az következik, hogy azok a projektek, melyek különösen attraktívnak bizonyultak, de bizonyos tulajdonságaik alapján esetleg nem feleltek meg pontosan a Jeremie program feltételeinek, a befektetők így is megtalálták a módját annak, hogy a projektbe mégis beszálljanak. A másik következtetés ugyanakkor az, hogy az előírt irányelvek sokszor akadályozták a befektetőket abban, hogy a valóban jó projektek finanszírozásával foglalkozzanak nehezítve ezzel a források hatékony allokációját. Az állami tulajdonosi háttérű befektetőknél az alap- vagy befektetőspecifikus szűrést szintén nem üzleti szempontok, hanem vagy az előzőhöz hasonló támogatási irányelvek vagy különféle gazdaságpolitikai célok határozzák meg. Ezek a kritériumok lehetnek meghatározott iparágak, melyekbe nem történhet befektetés, vagy annak figyelembevétele, hogy a tervezett projekt megfinanszírozása mennyivel járul hozzá új munkahelyek megteremtéséhez vagy az elmaradottabb régiók fejlesztéséhez.

**A magán eredetű forrásokat kihelyező befektetőknek nem kell foglalkozniuk gazdaságpolitikai vagy egyéb előre definiált formális feltételekkel, esetükben inkább a méretspecifikus vagy a vállalkozás életciklusa szerinti szűrés az, ami nagyobb hangsúlyt kap.** Ez főleg az érett életszakaszra fókuszáló alapkezelőknek fontos, melyek döntési gyakorlatát jelen alfejezet későbbi részében részletesen is bemutatom. Az életciklus preferencia nem volt mérvadó abban az esetben, amikor a befektető több alapot is kezelt, melyek viszont eltérő vállalati életfázisban működő cégeket keresett. Ez a fajta működési modell ugyanis lehetővé teszi a befektető számára, hogy végigkövesse egy projekt finanszírozását annak főbb növekedési fázisain és méretspecializációt biztosítson a befektető szervezetén belül. A legjobb példa erre a **(C)** azonosítójú tőkealap, mely bár csak magvető stádiumban lévő projektekre szakosodott, ám

<sup>77</sup> Ezeket a feltételeket értekezésem 2.2. alfejezetében már részletesen is kifejtettem.



az alap tulajdonosainak érdekeltségi körébe két hibrid alap is hozzátartozik, melyek viszont csak expanziós szakaszban lévő projektekbe szállnak be. **A finanszírozás méret szerinti elkülönülése segítségül szolgálhat abban, hogy az egyes alapok által kezelt tőke allokációja hatékony legyen.** A nagyobb tőkealapok forrása nem aprózódik el kisebb méretű projektekre, míg a kisebb alapok forrását nem emésztí fel egy-egy nagyobb növekedési ügylet megfinanszírozása.

A befektetési döntési folyamat vizsgálata során eltéréseket tapasztaltam a döntési szintek, illetve a formális döntési körök számában is. A döntési szintek számát tekintve, az állami befektetők és a hibrid tőkealap-kezelők egyaránt két szintet különböztetnek meg egymástól a formális befektetési döntések meghozatala során, egyrészt a befektetési bizottsági, másrészt az igazgatósági szintet. A két fórum közül, a befektetési bizottság szerepe kulcsfontosságú, hiszen előzetes állásfoglalásának kikérése nélkül az alapkezelő igazgatósága nem hozhat döntést a projektekbe történő befektetésről. A bizottság támogató állásfoglalása a részletes átvilágítást megelőző szándéknyilatkozat jóváhagyásához, majd az átvilágítást követő végső befektetési döntés meghozatalához szükséges. Az igazgatóság szerepe inkább formális jelentőségű, ezen a fórumon ugyanis többnyire a befektetési bizottság állásfoglalásának megfelelő döntés születik. A hibrid tőkealapokat kezelő befektetőknél még egy további szerepe van az igazgatóságnak, nevezetesen, hogy ez az a döntési fórum, ahol a Jeremie program koordinációjáért felelős állami szervezet (először a Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt., majd az MFB Zrt.) megbízott képviselője is rendszeresen részt vesz. Megemlíthető, hogy az állami háttérű befektetőknél előfordulhat egy harmadik döntési szint is, mely az ún. tulajdonosi szintet jelöli, amire általában a nagyobb tőkebefektetést igénylő, vagy speciális kockázatot hordozó projekteknel kerül sor. A magáneredetű forrásokat kihelyező befektetőknél kutatásaim inkább egy döntési szintet tártak fel, melyet a befektetési bizottság felügyelt. Sőt, a magvető fázis finanszírozására szakosodott magánbefektetőnél (C) még ennyire sem formális ennek a döntési szintnek a megnevezése, a fórumot úgy definiálják, mint az alapkezelő partnereinek csoportját, a döntést pedig csak egyszerűen partneri döntésnek hívják.

**A döntési körök számát illetően, a vizsgálatban szereplő befektetők viszonylag egységes képet mutatnak,** a befektetők többségénél két döntési kört tartalmaz a befektetési döntési folyamat, melyek közül az elsőre általában a szándéknyilatkozat jóváhagyása miatt kerül sor, míg a másodikra a részletes átvilágítást követően, a végső befektetési döntés meghozatala miatt. A nagyobb kivásárlási alapoknál – az ilyen szervezetek nagyobb méretéből adódóan –, valamint egyes állami háttérű befektetőknél előfordulhat három döntési kör is. Jó példa utóbbira a 2008-as és a 2014-es felmérésben is résztvevő ST08-2-es és (B) azonosítójú, állami tulajdonban lévő tőkealap-kezelő gyakorlata, ahol a döntési folyamatban három formális döntési körre is sor kerül. Ennél a befektetőnél ugyanis az előszűrés is inkább formális keretek között zajlik. Ha a projekt az előzetes információk, személyes találkozók és a letisztázott üzleti terv, valamint az esetlegesen bevont külső szakértői vélemények alapján is vonzóan minősül, akkor a befektetési bizottság állásfoglalása és pozitív javaslata alapján az alapkezelő igazgatósága dönt arról, hogy a projektről<sup>78</sup> összeállításra kerüljön egy részletes üzleti terv, előterjesztés és indikatív befektetési ajánlat. Ennek elkészültével és a befektetési bizottság újabb előzetes állásfoglalásával az igazgatóság második körben dönt a projektre vonatkozó befektetői szándéknyilatkozat jóváhagyásáról. Végezetül, a részletes átvilágítás után megint a bizottság, majd ezt követően az igazgatóság dönt a projekt zárásáról. Három formális döntési körre a többi állami háttérű befektetőnél nem került sor, így nem állítható egyértelműen, hogy ebben a tekintetben az állami érdekeltségű tőkealap-kezelők bonyolultabb döntési modellt követnének, mint a másik két befektetői csoport. Megállapítható ugyanakkor, hogy **a döntési szintek számát és típusát tekintve az állami és a hibrid forrásokat kihelyező befektetők hasonló gyakorlatot követnek**

<sup>78</sup> Jellemzően nem csak egyetlen projektről születik első körös igazgatósági döntés, hanem az ígéretes projektek aktuális csoportjáról.

**és egy formálisabb folyamatot alkalmaznak, mint a magánhátterű forrásokat kihelyező társaik.**

Függetlenül azonban a formálisabb és adminisztratívabb döntési folyamatától, a 2008-as és a 2014-es felmérésben szereplő állami tulajdonosi hátterű befektetők egyike sem jelölt meg a többi befektetői csoporthoz képest hosszabb idejű döntési folyamatot, mindegyikük az átlagos három-hat hónapos intervallumot említette. Véleményem szerint ugyanakkor a 3 hónapos átfutási idő mindegyik befektetői kategória esetében is túlságosan rövid, figyelembe véve a döntési szintek és körök számát, a projektgazdától, vagy a forrást kereső vállalkozásoktól kapott információk feldolgozásához szükséges időt, a hiánypótlásokat, valamint a részletes átvilágítás jellemző időigényét. Az állami hátterű alapkezelőkre különösen igaz lehet ez megállapítás, főleg úgy, hogy a döntési folyamatba beékelődhet még egy kétszintű döntési kör, a folyamat elejét pedig részletes jelentkezési lapok és egyéb kapcsolatfelvételi dokumentumok kitöltése, majd feldolgozása terheli. Árnyalja viszont a képet az, hogy az (A) azonosítójú állami tőkealap a 2011-es alapítása óta, az interjúkészítés idejére, azaz 2014 elejére már 36 befektetési tranzakciót valósított meg, ami éves szinten átlagosan 12 befektetést jelent és gyors befektetési döntési folyamatot feltételez. A magasabb projektelfogadási arány Ludányi (2001) tanulmányában is megjelent, az ebben vizsgált állami befektető több projektet valósított meg évente, mint a másik hét, a döntési folyamat hossza pedig alig haladta meg az egy hónapot. A felméréseimben résztvevő állami hátterű befektetők éves szinten 50 és 400 közötti projekttel találkoznak, melyek akár 10-12%-ánál is létrejöhet tényleges befektetés. Összehasonlításképpen, a hibrid tőkealapkezelők és a magáneredetű forrásokat kihelyező, de a korai vállalati életszakasz finanszírozására szakosodott befektetők 100 és 300 közötti éves projektvolumenről számoltak be, a projektelfogadási arány viszont csak 1-3% között mozgott.

Véleményem szerint az állami tulajdonosi hátterű befektetőknél tapasztalt magasabb projektelfogadási arány nem a gyorsabb befektetési döntési folyamatnak köszönhető, hanem **az állami hátterű befektetők azon működési sajátosságának, hogy sokkal puhább feltételekkel vállalják a projektek finanszírozását**, mint a magáneredetű forrásokat kihelyező alapkezelők. Ezen feltételek részletesebb bemutatására az értekezés későbbi részében még sor kerül, ám előljáróban annyi megjegyezhető, hogy az állami befektetők alacsonyabb hozamelvárása, tulajdoni részesedés igénye, valamint a kedvezőbb exit-feltételek miatt a vállalkozások szélesebb köre számára elérhetővé válik ez a fajta finanszírozási forrás. **Mindezt elősegíti még az állami hátterű befektetők gazdaságfejlesztési törekvése is**, melynek keretében a befektetők igyekeznek a kevésbé fejlett gazdasági régiók vállalkozásait is forráshoz juttatni, a projektek közötti válogatás során pedig a hagyományos iparágakban működő, alacsonyabb növekedési potenciálú cégeket sem zárják ki a befektetésre esélyes vállalatok közül. Ez **a működési megközelítés viszont jelentős kontraszelekción kockázatot hordoz magában**, ugyanis a puhább feltételekből és kevésbé szigorú szűrésből adódóan nagyobb az esélye annak, hogy a portfólióba több rossz minőségű projekt kerül.

A kockázatitőke-befektetési döntési folyamat kapcsán eddig feltárt különbségek a szakirodalomhoz képest új eredményeknek tekinthetők. Az előszűrési fázis valóban két szakaszra bontható, általános és specifikus részre (Bliss, 1999), ám a specifikus rész jellegét nemcsak a befektető általános befektetési stratégiája, hanem kezelt forrás eredete is befolyásolhatja. **Az állami hátterű befektetők gazdaságfejlesztési szempontokat, míg a hibrid tőkealapokat kezelő befektetők a Jeremie tőkeprogramból adódó feltételeket kell, hogy szem előtt tartásuk a projektek értékelése során.** A döntési folyamat hasonló időigénye ellenére a felmérésből kiderült, hogy **az állami hátterű befektetők egy adminisztratívabb, formálisabb döntési gyakorlatot követnek**, mint a magáneredetű forrásokat kihelyező vagy a hibrid tőkealapokat kezelő társaik. Ezt bizonyítják az ügyletgenerálás mozzanatai (adatlapok és formanyomtatványok), a saját pénzügyi modell használata, valamint a minimum két döntési

szint, illetve döntési kör is. **A magáneredetű forrásokat kihelyező befektetők adatlapokat nem használnak az ügyletgenerálásnál, a döntési körök száma csak a kivásárlási alapoknál több, mint kettő, a döntési szintet pedig csak a bizottsági szint jelenti, sőt korai fázisú befektetőknél, ahol a szervezet kisebb, gyakran még a formális döntési fórum sem jellemző,** csak a partnerek döntenek egymás között. A Klonowski (2007) féle tanulmány érintette a döntési szintek és a döntési körök számát is, előbbi vonatkozásában a befektetői bizottsági és a felügyelő bizottsági szint jelent meg, utóbbinak ugyanakkor csak véleményezési funkciója volt. A döntési körök száma kettőnek felelt meg, háromra csak akkor került sor, ha a felügyelő bizottság véleménye alapján a projekt további részletes átvilágítására volt szükség. Saját felmérésem a döntési szintek számát tekintve hasonló eredményekre jutott azzal a kiegészítéssel, hogy a felügyelő bizottsági szint helyett az igazgatósági szint jelent meg az állami háttérű és a hibrid tőkealapokat kezelő befektetőknél. Eltérés ugyanakkor, hogy a magáneredetű forrásokat kihelyező befektetőknél a saját kutatásom csak a befektetési bizottsági szint meglétére utalt. A saját felmérésemben résztvevő befektetők többségének döntési gyakorlatánál szintén két döntési kör jellemző, három döntési körre ugyanakkor egyes állami háttérű befektetőknél, valamint a nagyobb szervezeti mérettel rendelkező kivásárlási alapoknál kerülhet sor, ami ismét különbözik az említett szakirodalom megállapításához képest. **Mindezek alapján a doktori értekezésem elején definiált H1-es hipotézisemet igazoltnak tekintem, vagyis a Magyarországon működő, állami háttérű kockázatitőke-befektetők befektetési döntési folyamata formalizáltabb struktúrát követ, mint a felmérésben résztvevő másik két befektetői csoportra jellemző döntési folyamat.**

Ami a kutatásban szereplő kockázatitőke-befektetők eltérő vállalati életciklus preferenciáját illeti, a korai és az érett vállalati életfázis finanszírozására szakosodott befektetők befektetési döntési folyamatának felépítése megegyezett azzal az általános döntési struktúrával, amit a 4.1.1. alfejezetben már bemutattam. A felmérés eredményei szerint tehát az, hogy egy befektető mely vállalati életfázis finanszírozására szakosodik, nem hoz magával érdemi sajátosságokat a döntési folyamat struktúrájában, ehelyett – ahogy az értekezés későbbi részében bemutatásra kerül – inkább a projektek értékelésénél figyelembe vett szempontokat és az ügyletstrukturálást befolyásolja. Érdemes ugyanakkor az érett vállalati életfázist preferáló befektetők, vagyis az ún. kivásárlási alapok döntési folyamatát külön is megvizsgálni, mert bár a folyamat struktúrája nagyon hasonlít a korábban már bemutatott struktúrához, mégis tartalmaz olyan ismertetőjegyeket, melyek miatt célszerű döntési gyakorlatokra külön is kitérni.

Az első fontos sajátosság már rögtön az **ügyletgenerálás** kapcsán megjelenik, mely ennél a befektetői csoportnál **főleg erre a feladatra szakosodott közvetítőcégek bevonásával történik.** Ezek a közvetítők jellemzően olyan tanácsadócégek, melyek szolgáltatási portfóliójába a tranzakciós tanácsadás, illetve vállalati pénzügyek is beletartozik, így ennek megfelelően vevő, vagy eladó oldali megbízás alapján foglalkoznak akvizíciós vagy befektetési célpontok, illetve potenciális befektetők keresésével is. Az (E) jelű alapkezelő szerint a tanácsadó cégek hozzáadott értéke abban is megjelenik, hogy az általuk közvetített ügyleteket bizonyos mértékig elő is készítik, megkönnyítve ezzel a befektetők ügyletszűrési tevékenységét. **A kivásárlási alapok másik jellemző ügyletgenerálási technikája az ún. nyilvános aukciókon való részvétel,** melyeken a befektetők – több más kivásárlási alappal együtt – nyilvános vételi ajánlatot tehetnek az aukciókon bemutatott projektekre. Az aukciók főleg az eladói oldalnak kedveznek, mivel egyszerre több érdeklődővel is találkozhatnak, megversenyeztethetik a kapott ajánlatokat, feljebb tornászva ezzel az ajánlati összegeket. Nem véletlen, hogy bár a kivásárlási alapok is élnek az aukciók adta lehetőségekkel, mégis jobban kedvelik **az ún. kizárólagos ügyleteket („proprietary deal”), amik olyan befektetési vagy akvizíciós lehetőségeket**<sup>79</sup>

<sup>79</sup> A „befektetés” szó helyett használt „akvizíció” utal arra, hogy az érett vállalati életszakaszban megvalósított kockázatitőke-befektetések gyakran az eladó oldalon lévő tulajdonosok teljes kivásárlásával valósulnak meg, melynek eredményeként a befektető általában többségi tulajdonosi pozícióba kerül.

**takarnak, melyeket először csak egy meghatározott vevőjelöltnek mutatnak be, vagy amiket a befektető a saját erőfeszítéseinek köszönhetően talál.** Az ilyen ügyletek azért vonzóak, mert azáltal, hogy a projektet nem versenyeztetik meg, így a nyilvános aukcióval járó árfelhajtás elkerülhető, melynek köszönhetően a tranzakció nagyon kedvező árazás mellett megvalósítható. Befektetési javaslatok érkehetnek még más kockázatitőke-alapkezelőktől is, illetve előfordulhat az is, hogy már az adott alapkezelő által korábban finanszírozott vállalkozás jut újabb forráshoz ugyanattól a befektetőtől. Ilyenkor az újabb befektetési összeg odaítélését megkönnyíti, hogy az alapkezelő már rendelkezik a cégről előzetes ismeretekkel. Teljesen egyedi ügyletgenerálási tevékenységet folytat továbbá az **(F)** azonosítójú befektetőcég, mely egy külön erre a feladatra specializálódott csapatot tart fenn („*deal origination team*”) saját szervezetén belül. Mivel globális érdekeltségű alapkezelőről van szó, így a fontosabb földrajzi térségek szerint működik egy-egy ilyen 8-10 főt számláló ügyletgeneráló csapat, mely heti rendszerességgel ad tájékoztatást az aktuális befektetési és akvizíciós lehetőségekről. A projektek elsődleges forrását egy másik közvetítői csoport, az ún. befektetési brókerek jelentik, akikkel az ügyletgenerálásért felelős csapat meglehetősen intenzív kapcsolatot tart fenn. Az egyéni megkeresések ebben a vállalati méretben már ritkák, a befektető csapatában dolgozó partnerek személyes kapcsolatrendszerét ugyanakkor még érdemes kiemelni, melyből szintén származhatnak projektek.

A projektek közötti szelektálás ennél a befektetői csoportnál is az előszűrési szakaszban történik, az értékelés alapja egy pár oldalas tömör összefoglaló dokumentum („*teaser*” vagy „*deal alert*”) vagy egy részletesebb projektleírást tartalmazó információs memorandum. A dokumentumok belső átbeszélése heti rendszerességgel személyesen vagy telefonon történik, de gyakran előfordul az is, hogy a projektek előzetes elemzésekor kikérik egy másik befektető véleményét. Az előszűrési szakasz általában gyorsan, egy héten belül lezajlik. Az **(F)** azonosítójú alapkezelőnél az előszűrést az ügyletgenerálásért felelős csapat végzi, akik az ígértes ügyletekről előterjesztést készítenek, melyeket aztán heti rendszeres megbeszélés keretében az ún. tranzakciós csapat („*transactions team*”) elé tárnak. A tranzakciós csapat feladata, hogy az előterjesztések alapján tovább szelektálja a beérkezett projekteket, majd menedzselje az így kiválogatott vonzóbb javaslatok útját a döntési folyamatban. Az előszűrésnek ennél a befektetői csoportnál is két szakasza van, az általános szűrés előtt egy **befektetőspecifikus szűrésre kerül sor, melynél a befektető elsősorban azt ellenőrzi, hogy a projekt mérete eléri-e az általa kívánatosnak tartott minimum szintet.** A megkérdezettek szerint, **a kivásárlási alapok preferált vállalati mérettartománya árbevétel tekintetében 30 és 150 millió euró, EBITDA-ja pedig 3 és 20 millió euró között mozog.** A korai fázisban lévő, tőkehiányban szenvedő vállalkozások számához képest, az említett méret kritériumoknak megfelelő cégekből jóval kevesebb van, amiből következik, hogy a potenciális befektetési lehetőségek halmaza is szűkebb.<sup>80</sup> Nem véletlen tehát, hogy ez a befektetői csoport miért helyez olyan nagy hangsúlyt az ügyletgenerálásra, illetve arra, hogy **a projekteket ne csak lokálisan egy adott országon belül keresse, hanem akár regionális vagy világszinten.** A kivásárlási alapok többsége regionális alapként működik, vagy a világ több kontinensén rendelkezik lefedettséggel, melynek köszönhetően a projektek szélesebb köréből válogathatnak.

Amennyiben a projektek túljutnak az előszűrésen, úgy az előzetes „*due diligence*” vagy előzetes értékelés szakaszába jutnak, melynek során a befektetők – egy előzetesen aláírt titoktartási megállapodást követően – már sokkal részletesebb információkat és üzleti tervet kérnek be az adott projektről, az irányítást ellátó menedzsment csapattal pedig rendszeres találkozókat szerveznek. Megkezdődik az ügyletstrukturálás is, azaz a befektetők már ekkor szeretnék látni,

<sup>80</sup> Magyarországon, a kivásárlási alapok számára potenciális befektetési célpontként figyelembe vehető vállalatok alacsony számát jól mutatja az egyik regionális magántőkealap magyarországi vezetőjével készített interjú, melyben a szakember megemlíti, hogy Magyarországon mindössze 15-20 olyan cég van, mely méretben és növekedési potenciálban is megfelel a nagyobb kivásárlási alapok befektetési elvárásainak (Üzletrész.hu, 2016/b).

hogy milyen feltételekkel tudnák megvalósítani a tranzakciót. Az előzetes „due diligence” eredményeiről egy befektetői tájékoztató dokumentum készül („*investment memo*”), mely később a befektetői bizottság elé kerül. Az (**F**) azonosítójú alapkezelő döntési gyakorlatában egy menedzsment prezentációra kerül sor azt követően, hogy a tranzakciós csapat kiválogatta azokat a projekteket, melyeket érdemesnek tart részletekbe menően is megvizsgálni (előszűrés után). A helyszíni szemlével egybekötött menedzsment prezentációk gyakran 2-3 órát is igénybe vesznek, melynek során a befektető az alábbi szempontokat mérlegeli:

- a) Mennyire felkészült a menedzsment?
- b) Kik a fontosabb versenytársak?
- c) Mi jellemzi a célpiacon?
- d) Milyen fejlesztési lehetőségek rejlenek a vállalkozásban és ezek várhatóan mikorra valósíthatók meg?

A megkérdezett befektetési szakember szerint a prezentációnak nagyon nagy jelentősége van a döntési folyamatban, és az esetek többségére az jellemző, hogy a menedzsment csapat nincs is felkészülve rá, éppen ezért gyakori, hogy erre szakosodott tanácsadócégek segítségét kéri ki, azaz a külső közvetítők szerepe a döntési folyamatban itt is megjelenik. A prezentáció egyfajta belső auditként is felfogható, így az arra való felkészülés és annak lebonyolítása attól függetlenül is hasznos lehet, hogy megtörténik-e az akvizíció vagy sem. A menedzsment találkozón jelenlévő tranzaktoroknak egy kb. 4-5 oldalas jelentést („*first visit form*”) kell készíteniük a látottakról, melyet aztán a befektetési bizottság elé tárnak véleményezésre. Amennyiben a bizottság úgy ítéli meg, hogy a projekt vonzó, és érdemes vele tovább is foglalkozni, akkor a bizottsági ülés után sor kerül egy előzetes értékelésre („*pre-due diligence*”). Ekkor még a befektető külső szakértőt vesz igénybe, az alapkezelő saját erőforrásait felhasználva végez elemzéseket.

**Az előzetes értékelést mindegyik befektetőnél egy befektetési bizottsági döntés követi** azzal a céllal, hogy a befektetői tájékoztató dokumentumok alapján az előzetes indikatív ajánlatokról jóváhagyó döntés szülessen azokra a projektekre vonatkozóan, melyek az előzetes vizsgálatok alapján jó befektetési célpontoknak számítanak. A befektetési bizottság tagjai általában az alapkezelő befektetési igazgatói vagy partnerei, akik a legnagyobb tapasztalattal is rendelkeznek. Az indikatív ajánlat kiadása az (**E**) és (**G**) azonosítójú befektetőnél kétszintű, először ugyanis egy ún. „*letter of intent (LOI)*” készül, s csak ezt követi a „*term sheet*”<sup>81</sup> kiadása. Az (**F**) azonosítójú befektető gyakorlatában csak „*letter of intent*” készül, melynek felépítése ugyanakkor a „*term sheet*” struktúrájával egyezik meg, így annak megfeleltethető.

Az LOI egy előszerződéshez hasonló jogi dokumentum, melyet a befektető bocsát ki jelezve a befektetési tranzakció iránti érdeklődését. A dokumentumot jellemzően csak a befektető írja alá. Tartalma kiterjed a tranzakció struktúrájára, az akvizíciós árra<sup>82</sup> és cégérték nagyságára, a felek által biztosítandó szavatosságvállalásokra<sup>83</sup>, a későbbi átvilágítási folyamat során feltárt

<sup>81</sup> A „*letter of intent*”-nek nincs egyértelmű magyar megfelelője, magyar szövegkörnyezetben azt is szándéknyilatkozatnak fordítják, ugyanúgy, mint a „*term sheet*”-et (Kovács, 2011/b). Mindkét dokumentum egyfajta előszerződést jelent, az érvényes szerződés létrejöttéhez azonban arra van szükség, hogy a felek az összes alapvető szerződési feltételben megállapodjanak. Értekezésemben csak akkor teszek különbséget a két dokumentum között, ha az indokolt, jelen esetben azért, mert a vizsgált csoportba tartozó befektetők mindkét dokumentumot használják a befektetési döntési folyamatuk során.

<sup>82</sup> Akvizíciós ár vagy másképpen vételár, amekkora összeggel a kivásárlás megvalósul. Ez az a befektetési összeg, amit a befektető a vállalkozásba kihelyez, és amiért cserébe a többségi tulajdonrészt a korábbi tulajdonosoktól megvásárolja.

<sup>83</sup> A céltársaságnak például szavatolnia kell, hogy a működés megfelelően szervezett, a pénzügyi kimutatások tényleges és pontos képet mutatnak a vállalkozás pénzügyi helyzetéről és kötelezettségeiről, nincsenek eltitkolt peres ügyek, illetve a vállalkozás menedzsmentjének és tulajdonosainak nem áll fenn peres vagy egyéb konfliktusa a

kockázatokból eredő és a céltársaságot terhelő kártalanítási kötelezettségre, illetve az akvizíciós ár egy részének teljesítmény kritériumoktól függő visszatartására („escrow”). Mindezekon felül, a dokumentum kitér a befektetőt megillető képviseleti jogokra – a céltársaság megfelelő testületeiben –, a befektető kiszállási jogaira, a céltársaság menedzsmentjére, illetve a tranzakció zárásához szükséges valamennyi hatósági engedély megszerzésének szükségességére. A befektetési tranzakció csak abban az esetben valósulhat meg, ha a befektető átvilágította a céltársaságot, majd ezt követően a felek megállapodtak a tranzakció zárásához szükséges végleges részvényvásárlási megállapodás (SPA – „*Share Purchase Agreement*”) feltételeiben. A LOI rendelkezik arról is, hogy melyik felet terheli a részletes átvilágítás költsége és kimondja, hogy a dokumentum aláírása és kiadása önmagában még nem keletkeztet kötelezettséget arra vonatkozóan, hogy a befektető megvalósítsa a befektetési tranzakciót.

A „*term sheet*” szintén egyfajta előszerződés-ként funkcionál és ugyanazt a szerepet tölti be, mint amit az eddig bemutatott befektetői csoportoknál. A dokumentumon már a céltársaság is megjelenik aláíró félként, tartalma pedig nagyban hasonlít a „*letter of intent*” tartalmi felépítésére azzal a különbséggel, hogy a befektetési feltételek itt részletesebben jelennek meg. A dokumentum bemutatja a befektetés összegét, a céltársaság befektetés előtti értékelését, a befektetőt megillető elővásárlási és elsőbbségi jogokat, a befektetői tulajdonrész hígulása elleni rendelkezéseket, a tartási időszak jellemző hosszát, az együttes eladáshoz és az eladás kikényszerítéséhez való befektetői jogokat, a vezető testületekben (pl.: igazgatóság) betöltött befektetői képviselet feltételeit, az exkluzivitást<sup>84</sup>, a részletes átvilágítás területeit, költségét és annak viselőjét, valamint a céltársaság által teendő szavatosságvállalásokat és titoktartási kötelezettséget.<sup>85</sup>

Ha a szándéknyilatkozat aláírása mindkét fél által megtörténik, a befektetési bizottság pedig jóváhagyja azt, a kockázati tőke-befektető megkapja a kizárólagosságot és elkezdődhet a részletes átvilágítás szakasza, mely az eddigi befektetői csoportokhoz hasonlóan itt is külső szakértőkkel, nemzetközi tanácsadócégekkel történik. **A megkérdezettek véleménye szerint, az átvilágítási szakaszba eljutott ügyleteket általában már nem utasítják el, hanem egy harmadik körös döntés alapján jóváhagyják a finanszírozásukat.** A döntést a befektetési bizottság hozza, az ügylet zárásakor a felek aláírják a részvényvásárlási megállapodást, vagy szindikátusi szerződést, a kapcsolódó jogi dokumentációt és elvégzik a záráshoz kapcsolódó többi szükséges feladatot (pl.: nettó működőtőke jellemző szintjének meghatározása, a szükséges engedélyek beszerzése a versenyhivataloktól és az egyéb szabályozó szervektől). Igazgatósági döntésre általában nem kerül sor, a hivatalos döntési körök száma pedig három, melyek közül az első LOI kibocsátása előtt, a második a részletes átvilágítás előtt, míg a harmadik a tranzakció zárásakor esedékes. A három döntési kör azzal magyarázható, hogy a kivásárlási alapok többsége nagyobb szervezeti keretek között működik, ami szabályozottabb folyamatokhoz vezet. A teljes döntési folyamat hossza 3-6 hónap, mely megfelel az általános befektetési döntési folyamatnál ismertett eredménynek, a projektelfogadási arány azonban változó mértékű. A felmérésekben résztvevő egyes kivásárlási alapok évente 30-100 befektetési lehetőséget vizsgálnak meg, melyekből viszont mindössze 1-3 befektetés valósul meg ténylegesen, ami 1-3% közötti projektelfogadási aránynak felel meg. A *PRO8-7-es* és az *(F)* azonosítójú befektetők ugyanakkor ennél alacsonyabb arányról számoltak be, az általuk említett éves ügyletgenerálási kapacitás 700-1000 projektnek felelt meg, ezekből azonban csak alig több mint fele érdemes arra, hogy a befektetők részletesebben is megvizsgálják. Személyes találkozó kb. 50-100 projektből lesz, ám végül a

---

céltársasággal, valamint, hogy a tranzakció megvalósítása nem ütközik semmiféle meglévő, vagy a tulajdonos(ok), vagy a célrészvényes által vállalt kötelezettségbe.

<sup>84</sup> A magáneredetű forrásokat kezelő, érett vállalati életszakasz finanszírozására koncentrálnak befektetők 2-3 hónapos kizárólagosságot kérnek a céltársaságtól a szándéknyilatkozat aláírása után.

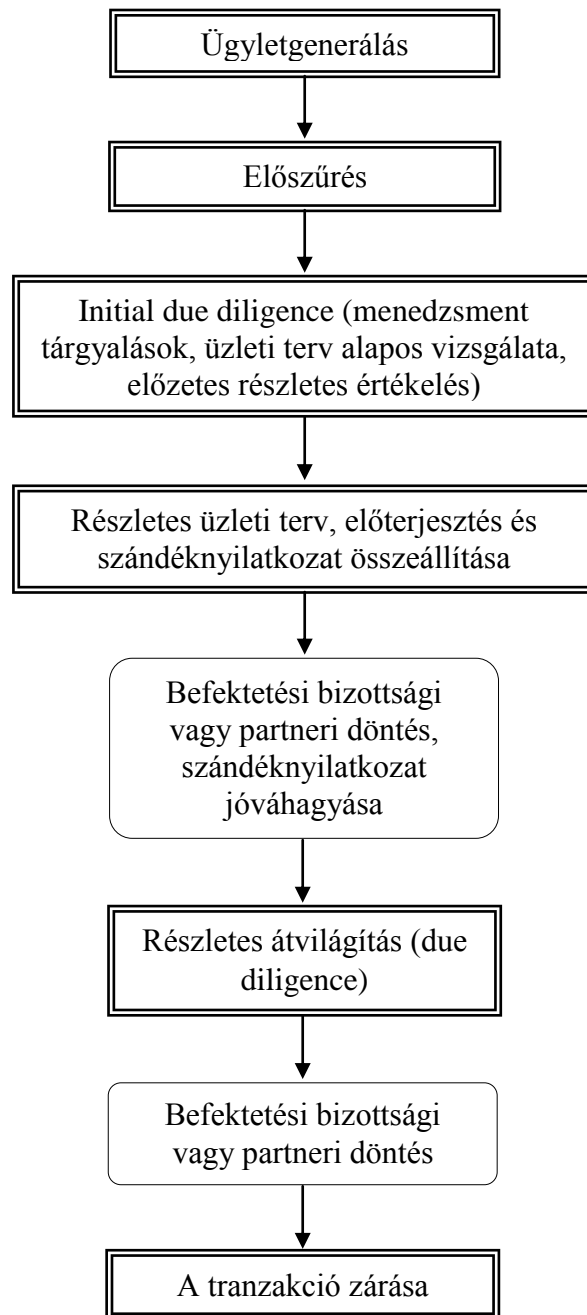
<sup>85</sup> A „*term sheet*” említett pontjainak kibontását értekezésem 2. számú melléklete tartalmazza.

tényleges befektetések száma csak 2-8 ügylet között mozog, ami 0,3-1,3%-os projektelfogadási aránynak felel meg.

**A kivásárlási alapok befektetési gyakorlatára nem jellemző, hogy egy másik befektető mellé szállnának be tulajdonostársként,** tekintettel arra, hogy a tranzakciók finanszírozásakor saját maguk is többségi részesedés megszerzésére törekednek. Erre utalt az *(F)* jelű alapkezelő is, aki szerint inkább az szokott előfordulni, hogy a befektetők teljes egészében kivásárolják egymást, vagyis az új befektető a régi helyébe lép, mint többségi tulajdonos. Ilyenkor, a döntési folyamat lerövidülhet, ha az előző befektető belső restruktúrálsai, vagy szervezetátalakítási lépéseket tett meg annak érdekében, hogy a céltársaságot felkészítse egy következő tulajdonosváltásra. Ez nem zárja ki természetesen a több befektetővel együtt, konzorciumban megvalósított ügyleteket, ám ebben az esetben már a beszálláskor megjelennek a befektetők egymás mellett és nem már egy meglévő mellé kell beszállni, melynek már van egy korábban kialakított együttműködési feltételrendszere a céltársasággal.

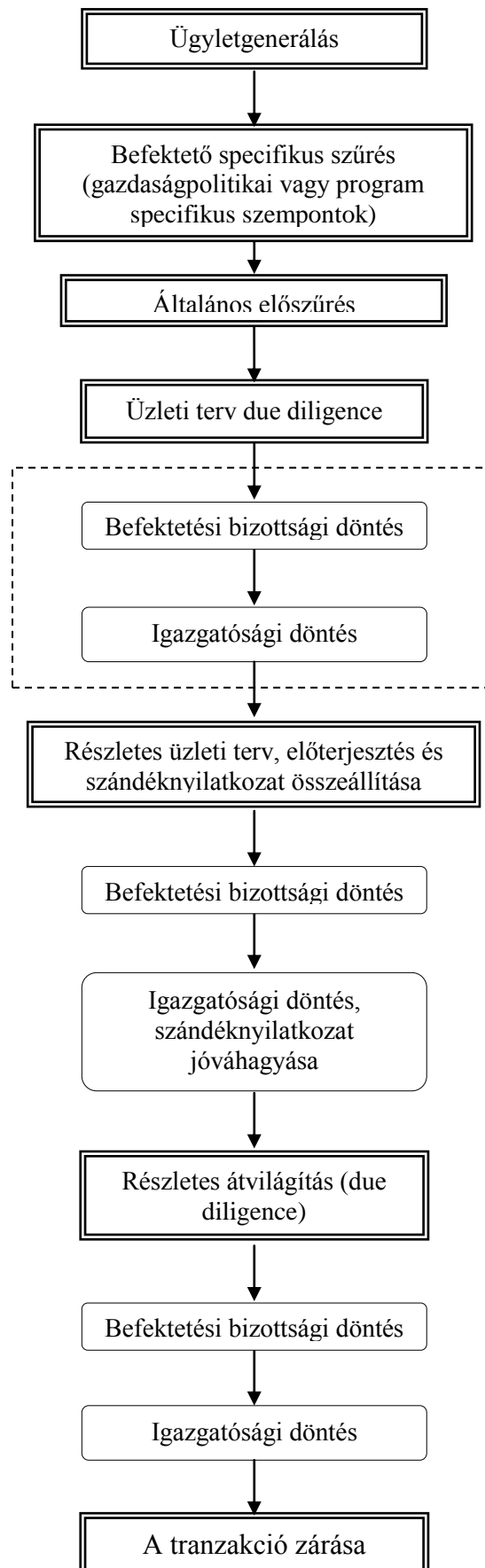
**A fentiek alapján tehát levonható az a következtetés, hogy a kivásárlások megvalósításával foglalkozó alapok finanszírozási modellje eltér a korai fázisú ügyletekre szakosodott vagy az állami háttérű befektetők finanszírozási modelljétől.** A befektetés célja itt a többségi tulajdoni részesedés megszerzése, mely a korábbi tulajdonos kivásárlásával jár. A döntési folyamat felépítése az általános struktúrát követi, a döntési szakaszok pedig egybevágnak a szakirodalomban is megjelenő szakaszokkal. A döntési folyamaton belül azonban az érett vállalati életszakasz finanszírozására szakosodott befektetők gyakorlata tartalmaz olyan sajátosságokat, melyeket a kockázati-tőke-befektetői döntési folyamat általános leírásával foglalkozó kutatások nem említene, csak a külön ennek a befektetői csoportnak a tevékenységére fókuszáló elemzések (Capasso et al. [2014], Gompers et al. [2016/a], [2016/b], illetve Kaplan-Strömberg [2009]). Igaznak ítélem meg tehát kutatásom *H2*-es hipotézisét, miszerint **az érett vállalati életfázis finanszírozására szakosodott befektetők döntési folyamata bizonyos pontokon eltérést mutat a többi befektetői csoport gyakorlatától, mely nem a kezelt források tulajdoni háttérére, hanem a preferált vállalati életszakaszban megvalósított befektetésekhez szükséges sajátos befektetői megközelítési módra vezethető vissza.** Emiatt ennek a befektetői csoportnak a döntési gyakorlatát érdemes a többi befektetői kategóriától elkülönítetten kezelni.

Végezetül, a kockázati-tőke-befektetési döntési folyamattal kapcsolatos vizsgálatok eredményeként doktori értekezésemben négy befektetési döntési folyamat vázrajzot állítottam fel. Az első a befektetőkre jellemző általános döntési folyamatot, a második az állami háttérű, a harmadik a hibrid tőkealapokat kezelő, míg a negyedik az érett vállalati életszakasz finanszírozására szakosodott befektetők gyakorlatát tükrözi (*10-13. ábrák*).

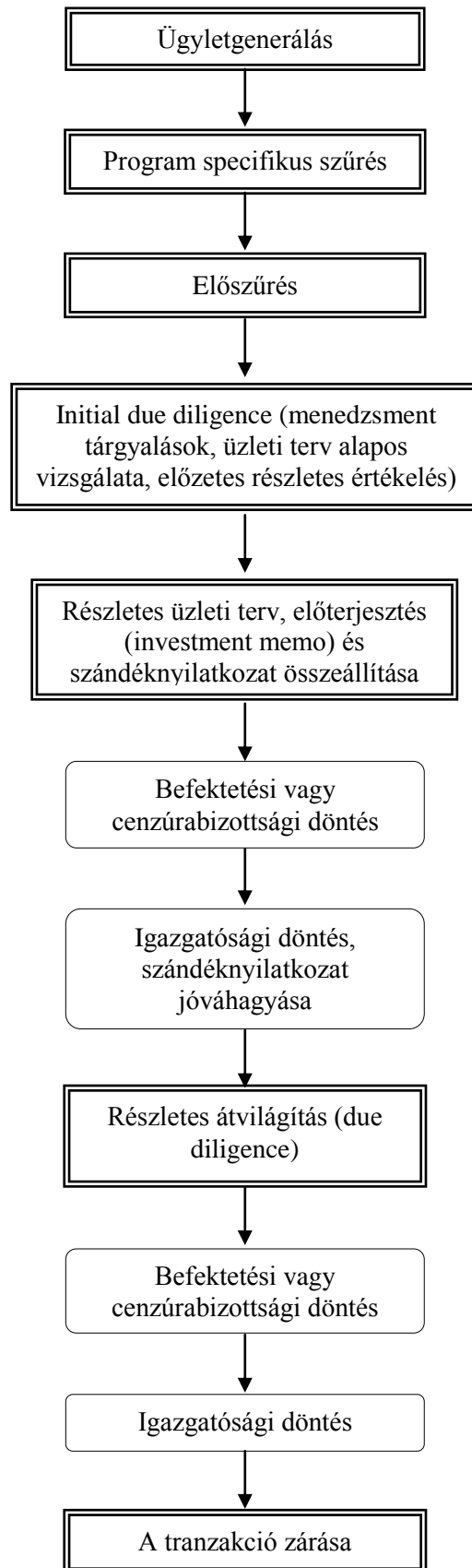


**10. ábra:** A kockázati tőke-befektetők általános befektetési döntési folyamatának vázrajza  
*Forrás:* saját kutatás



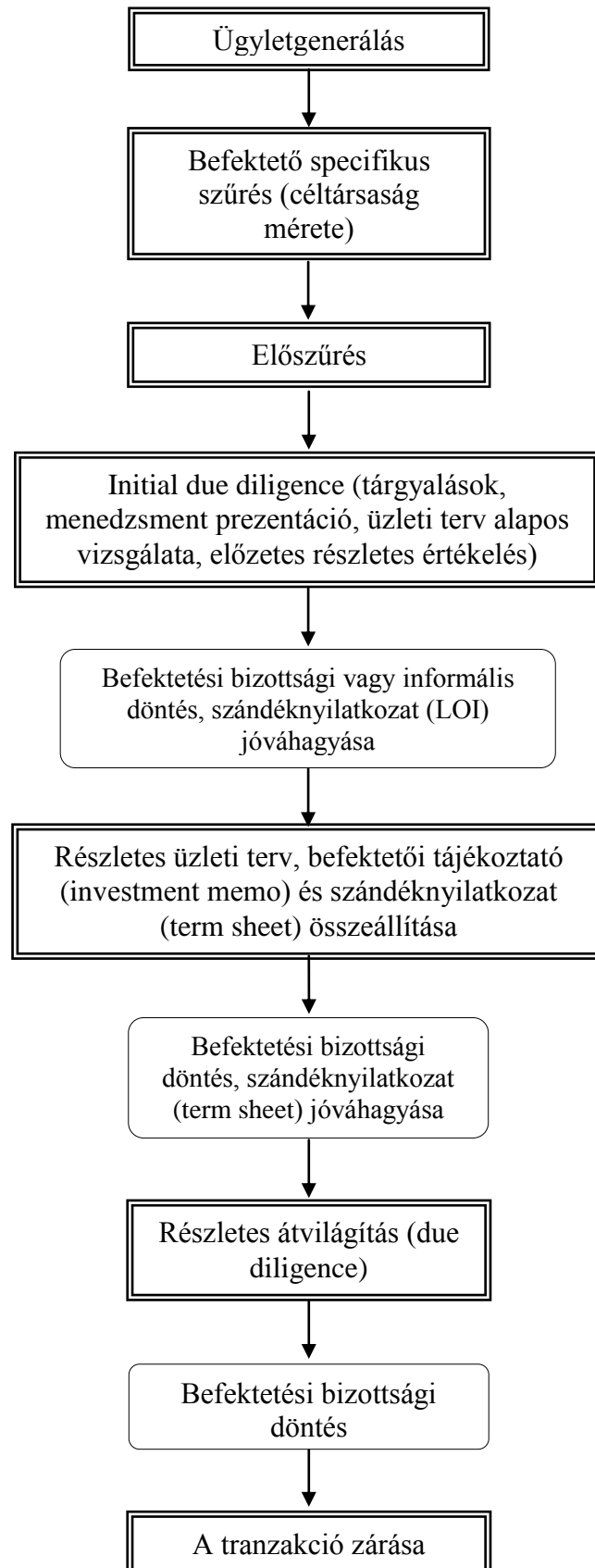


**11. ábra:** Az állami tulajdonban lévő kockázati tőke-befektetők befektetési döntési folyamatának vázrajza  
 Forrás: saját kutatás



**12. ábra:** A hibrid tőkealapokat kezelő kockázattitőke-befektetők befektetési döntési folyamatának vázrajza

Forrás: saját kutatás



**13. ábra:** A kivásárlási alapok befektetési döntési folyamatának vázrajza  
Forrás: saját kutatás

## 4.2. A Likert-skálás kérdőíves felmérés eredményeinek bemutatása

A Likert-skálás kérdőív eredményeit a kérdőív felépítésének sorrendjében mutatom be. Először a befektetési lehetőségek értékelése során figyelembe vett kritériumok fontosságának elemzésével foglalkozom, majd a részletes átvilágítási szakasz során kifejtett jellemző befektetői tevékenységeket ismertetem. Ezt követően a projektek értékének megállapításához használt módszereket, valamint a befektetési lehetőségektől elvárt megtérülést befolyásoló tényezőket mutatom be, majd végül az ügyletstrukturálás témakörére térek ki. Mindegyik szakasznál háromféle megközelítést alkalmaztam, először általánosságban, csoportosítás nélkül, majd a tulajdonosi háttér, illetve a preferált vállalati életciklus szerinti csoportosítást kezelem. A csoportképzés után, a Likert-skálás kérdőívre adott válaszokból először nemparaméteres próbák lefuttatásával következtetek a csoportok közötti szignifikáns különbségekre, majd egy többváltozós statisztikai módszerrel, a teljes mintán elvégzett klaszteranalízisek segítségével a képezhető homogén befektetői csoportokra térek ki.

### 4.2.1. A befektetési lehetőségek értékeléséhez használt kritériumok

A befektetési lehetőségek értékeléséhez felhasznált kritériumokat a 2014-es Likert-skálás kérdőívben hat alcsoportra osztottam, melyek közül a kutatásban résztvevő kockázattökebefektetők – a szakirodalomban talált eredményekkel összhangban – **a menedzsmenttel kapcsolatos kritériumcsoportot tartják a legfontosabbnak.**<sup>86</sup> Ez az alcsoport a menedzsmenttel összefüggő öt állítást foglal magába, melyekre adott átlagos skálaértékek összesített átlaga 4,42 lett. Az alcsoporton belül a befektetők a projekt vagy vállalkozás vezetőjének pozitív hozzáállását és elkötelezettségét tekintik a legfontosabb szempontnak (4,92), melyet a többtagú menedzsment-csapat megléte követ (4,62). Az a jellemző, hogy a felsővezetés tagjai a főbb funkcionális területeket lefedjék (pl.: értékesítés, üzletfejlesztés, pénzügy) a harmadik helyre került (4,31), míg a célpiacon meglévő többéves releváns tapasztalat és a vállalkozás vagy projekt vezetőjének többéves vállalkozói tapasztalata szintén fontos kritériumoknak számít (4,23 és 4,00, lásd 5. táblázat).

**5. táblázat: A legfontosabb projektértékelési kritériumok a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás teljes befektetői mintájára vonatkozóan**

#	Változó száma	A projektértékelési kritérium megnevezése	Átlag	Relatív szórás
1.	V9	A projekt vezetője elkötelezett, hozzáállása pozitív	4,92	5,63%
2.	V5	A projekt mögött többtagú menedzsment-csapat áll	4,62	16,64%
3.	V25	Fenntartható kompetitív előnnyel rendelkezik	4,54	14,55%
4.	V10	A célpiac jelentős növekedési potenciállal rendelkezik	4,46	19,66%
5.	V28	A várható exit módja már a beszálláskor előre jelezhető	4,46	11,63%
6.	V29	A projektben az átlagosnál magasabb hozampotenciál rejlik	4,46	17,40%
7.	V6	A menedzsment-csapat tagjai a főbb funkcionális területeket lefedik	4,31	14,63%
8.	V17	Piaci fogadtatása már bizonyítottan pozitív	4,31	11,15%
9.	V27	A kiszállás 3-5 éven belül várhatóan megvalósítható	4,31	21,99%
10.	V7	A menedzsment több éves tapasztalattal rendelkezik a megcélzott piacon	4,23	19,67%
11.	V18	A külföldi piacokra való bevezetés az elkövetkező 3 évben megvalósítható	4,23	17,14%
12.	V8	A projekt vezetőjének van vállalkozói tapasztalata	4,00	17,68%
13.	V21	Kidolgozott üzleti stratégiával rendelkezik	4,00	25,00%

*Forrás:* saját kutatás

<sup>86</sup> A projektértékelési kritériumokra adott átlagos skálaértékeket a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás teljes, csoportosítás nélküli befektetői mintájára vonatkozóan az 5. számú melléklet 1. táblázata mutatja.

A menedzsment szerepének fontosságát jól mutatja a *(J)* azonosítójú alapkezelő véleménye, aki a befektetésekre úgy tekint, mint egy házasságra a menedzsmenttel (ami sokszor megfeleltethető az alapítók körével is), kiemelve, hogy szükség van a vezetőkkel kapcsolatos jó benyomás és komfortérzet kialakulására a tárgyalások során. **A menedzsment értékelése során a befektetők objektív és szubjektív szempontokat egyaránt figyelembe vesznek.** Ezek közé tartozik a vállalkozói előélet sikeressége, a számviteli, jogi és szakmai felkészültség, a benyújtott referenciák, a jövőre vonatkozó tervek, attitűd és hozzáállás, valamint a projekt sikerességében való érdekelttség és a saját kockázatvállalás mértékének megítélése. A menedzsment saját kockázatvállalása alatt a megkérdezettek azt értették, hogy a vezetők saját maguk is járuljanak hozzá anyagilag a projekt megfinanszírozásához, ezzel ugyanis bizonyítani tudják a projekt melletti elkötelezettségüket. Az *ST08-3*-as befektetési társaság a vezetői csapatban megnyilvánuló alacsony fluktuációt is fontosnak tartotta és nagyon kockázatosnak ítélte meg, ha a menedzsment csapat összetételében változás következett be.

A menedzsmentre vonatkozó szempontok mellett ki kell emelni a vállalkozás vagy projekt által megcélzott piaccal kapcsolatos alcsoportot is, melyen belül a megkérdezett befektetők a fenntartható kompetitív előny meglétét és a **célpiacban rejlő jelentős növekedési potenciált értékelik nagyon magasra** (4,54 és 4,46). A növekedési potenciál mellett fontos az is, hogy a termék vagy szolgáltatás piaci fogadtatása pozitív legyen, melyhez a termék minél szélesebb körű piaci tesztelésére van szükség. A termék vagy szolgáltatás azon tulajdonsága, hogy a piacon skálázható legyen döntő szempontnak számít, ehhez azonban arra van szükség, hogy a vállalkozás a külföldi piacokra is be tudjon lépni, a magyar piac ugyanis több befektető meglátása szerint is túl kicsi ahhoz, hogy az elvárt megtérüléshez szükséges gyors növekedést lehetővé tegye.<sup>87</sup> A projektben rejlő növekedési potenciálnak magában kell hordoznia a 3-5 év elteltével érvényesülő, globális viszonylatban is értelmezhető exportképességet. Ettől még természetesen a terméknek vagy szolgáltatásnak meg kell állnia a helyét a belföldi piacon is, el kell végezni a megfelelő piaci teszteket, mert ha az üzleti modellről és a projektről kiderül, hogy nem piacképes, akkor a fejlesztés leállításával elkerülhető a külföldi piacokra történő belépéssel együtt járó tetemes költség.

Az ügyletgenerálás során tehát a befektetők, a beérkező projektjavaslatok értékelésekor a megvalósítás mögött álló menedzsment és a célpiac, valamint az ott elérhető pozíció értékelésére helyezik a legnagyobb hangsúlyt. **Olyan projekteket keresnek, ahol a működés és a projekt sikeressége nem pusztán egy emberen múlik, azaz valóban egy már meglévő csapat mögé kell beállniuk társtulajdonosként.** A legfontosabb funkcionális területek, melyeket egy ilyen csapatnak el kell látnia az a vezetés, a termék- vagy technológiai fejlesztés, az üzletfejlesztés, illetve a kereskedelem és értékesítés. A tapasztalat és szaktudás is fontos, de az alapítók/vezetők pozitív hozzáállása és elkötelezettsége nélkülözhetetlen, ezen belső tényezők nélkül ugyanis nem várható, hogy a csapat sikerre fogja vinni a vállalkozást. A befektetett tőke elvárt időn belüli megtérüléséhez a célpiacnak is gyors növekedési potenciállal kell rendelkeznie, melynek eléréséhez az alapítóknak, illetve a menedzsmentnek is nemcsak a helyi, hanem a külföldi piacokat is meg kell célozniuk. Emellett a termék vagy szolgáltatás, illetve az alkalmazott technológia stabil kompetitív előnyt is kell, hogy biztosítson a vállalkozás részére annak érdekében, hogy a versenytársaknak és az iparágba újonnan belépőknek kellően hosszú időbe kerüljön a profitmarzsok leszorítása. Végezetül, mivel pénzügyi befektetőkről van szó, **már beszálláskor értékelni kell a projektben rejlő exitpotenciált** és az azzal elérhető megtérülést, így a befektetéskor várható exit módja és annak 3-5 éven belüli elérhetősége, valamint a projektben rejlő átlagosnál magasabb hozampotenciál egyaránt 4,46-4,46-os átlagértékeket kapott (*5. táblázat*). A teljes befektetői mintára vetítve, az általános értékelési kritériumok és a vállalkozással kapcsolatos értékelési kritériumok kisebb hangsúlyt kaptak, ezen alcsoportok

<sup>87</sup> A termék vagy szolgáltatás külföldi piacokra való bevezetésének 3 éven belüli megvalósíthatósága 4,23-as értéket kapott.

átlagértékei ugyanis 3,42-nek és 3,71-nek feleltek meg. Ezeken az alcsoportokon belül, a projektgazdák által benyújtott üzleti terv tartalmának komplexsége és a kidolgozott üzleti stratégia rendelkezésre állása említhető meg fontosabb értékelési kritériumokként.

A befektetők többségénél a projekt szakágazati hovatartozása (3,00), a célpiaccal kapcsolatos befektetői ismeretek rendelkezésre állása (3,31), valamint a projekt azon tulajdonsága, hogy hasonlít egy korábban finanszírozott sikeres ügyletkez nem számítottak releváns értékelési kritériumoknak. Ebből azt a következtetést vonom le, hogy **a felmérésben résztvevő kockázatitók-befektetők alapvetően generalista szemléletet követnek az ügyletgenerálás során.** Ez főleg a magyar piac kisebb méretével, illetve a valóban vonzó potenciális befektetési lehetőségek szűkebb körével magyarázható. **A befektetők nem tehetik meg, hogy tevékenységüket egy adott iparágra specializálják, ehelyett arra kell törekedniük, hogy azonosítsák azokat a szektorokat, melyekben nagyobb eséllyel találni átlagon felüli növekedési potenciálú vállalkozásokat.** Ezt bizonyítja az is, hogy Magyarországon gyakorlatilag nem működik szektorspecifikus kockázatitóke-alap, az egyetlen kivétel talán a (C) azonosítójú alapkezelő lehetne, mely kifejezetten az információ technológia területén működő projekteket keres. Az alap mérete ugyanakkor kicsi, ami korlátozza a preferált szektorba irányuló tranzakciók méretét. Általánosságban, a szektorspecifikus működés véleményem szerint csak úgy lenne megvalósítható, ha az erre vállalkozó befektető kellően nagy alappal és földrajzilag szélesebb lefedettséggel rendelkezne, ami biztosítaná számára a hatékony működést és a szélesebb projekt kínálatot szakágazaton belül is.

A befektetési lehetőségek értékeléséhez használt kritériumokat tekintve felmérésem elsősorban az eltérő vállalati életciklus preferencia kapcsán csoportosított befektetőkre vonatkozóan mutatott rá fontos sajátosságokra. Ami a tulajdonosi háttérrel, a magáneredetű forrásokat kihelyező befektetők, valamint a hibrid tőkealapokat kezelő befektetők projektértékelési gyakorlatának értékelésekor nem tártam fel olyan kritériumokat, melyek relevanciája egyértelműen a befektetők tulajdonosi háttérével függött volna össze. Mindebből azt a következtetést vonom le, hogy a kockázatitóke-befektetési döntési folyamaton belül, **a projektértékelés során figyelembe vett kritériumok körét és a szempontok súlyozását az alapkezelők befektetési stratégiája, illetve az ehhez kapcsolódó életciklus preferencia határozza meg.** Azok a szempontok, melyeket értekezésem előző alfejezetében ismertettem mindegyik befektetőnél általánosan fontos kritériumoknak számítottak, így azok alapján az eltérő tulajdonosi háttérű befektetők sem differenciálhatók.<sup>88</sup>

Érdekes azonban az állami háttérű befektetők projektértékelési szempontjaira külön is kitérni. Felmérésem szerint, az állami befektetők azokat a projekteket részesítik előnyben, melyeknél a termék vagy szolgáltatás nem ötletfázisban van, hanem a működő prototípus már rendelkezésre áll (4,50).<sup>89</sup> Ennek alapján **az állami háttérű befektetőket életciklus preferencia szempontjából inkább a korai vállalati életfázist preferáló befektetők közé sorolom, azon belül viszont nem a magvető, hanem a gyors növekedési fázist vagy esetleg a start-up szakaszt finanszírozó befektetők közé.** Ezt támasztja alá az is, hogy az állami háttérű befektetők nem tartják teljesen irrelevánsnak a céltársaság múltbeli cash flow-jának stabilitása (3,00) és eladósodottságának alacsony szintje (3,50). A 2008-as felmérésből ugyan az derült ki, hogy az állami befektetők prioritásként kezelik az innováció finanszírozását és csak innovatív projekteket keresnek, a 2014-es felmérés eredményei ennek ellentmondanak. A projektértékelés

<sup>88</sup> Az eltérő tulajdonosi háttér szerint csoportosított befektetők által, a projektértékelési kritériumokra adott átlagos skálaértékeket a 6. számú melléklet 1. táblázata mutatja. Az állami tulajdonosi háttérű, a hibrid tőkealapokat kezelő és a magáneredetű forrásokat kihelyező befektetők által legfontosabbra értékelt projektértékelési kritériumokat a 6. számú melléklet 6., 7. és 8. számú táblázata mutatja.

<sup>89</sup> Az (A) azonosítójú befektető kifejezetten kiemelte, hogy olyan befektetési lehetőségekkel általában nem is foglalkoznak, melyek esetében a prototípus elkészítése a finanszírozás célja.

során ugyanis ennek a befektetői körnek közömbös az, hogy a termék vagy szolgáltatás egyedi és csúcstechnológiát képvisel (3,50), ahogy az is, hogy szabadalmi védelem alá vonható vagy már az alatt áll (3,00). Egyáltalán nem fontos szempont továbbá a projekt földrajzi elhelyezkedése (2,00), a célpiacon fennálló verseny alacsony intenzitása (2,50), illetve a projektben rejlő átlagosnál magasabb hozampotenciál sem (3,50). Utóbbi eredmény az állami háttérű befektetők alacsonyabb hozamelvárására vezethető vissza, ami meglehetősen szokatlan a kockázatitőke-befektetési ágazatra egyébként jellemző piaci hozamelváráshoz képest.<sup>90</sup> **Az állami befektetők alacsonyabb hozamelvárásának célja, hogy a tőkeágon nyújtott finanszírozás így azon vállalkozások számára is elérhető legyen, melyek a hagyományos, nem a gyorsan növekvő vagy magas profitpotenciálú iparágakban működnek.** A megállapítást erősíti a szabadalmi védelem meglétével, az egyedi csúcstechnológiával, valamint a célpiacon tapasztalható verseny intenzitásával kapcsolatos közömbösség is. Emellett, külön szempontként hangsúlyozza a **(B)** azonosítójú befektető a tevékenység export irányultságának és a befektetéssel létrehozható munkahelyek számának fontosságát, mely rávilágít az állami háttérű befektetők projektszűrési gyakorlatának specifikus részére. Ennek lényege, hogy projektértékelési tevékenységük során az üzleti szempontok mellett, a gazdaságfejlesztési célok érvényesülésének is teret engednek

A projektértékeléshez felhasznált kritériumok vizsgálatánál, az eltérő tulajdonosi háttérrel rendelkező kockázatitőke-befektetők közötti szignifikáns különbségek feltárása érdekében lefuttatott nemparaméteres próbák három értékelési kritérium esetén vezettek eredményre. A hárommintás Kruskal-Wallis tesztek a befektetési lehetőség földrajzi elhelyezkedése (V3), a menedzsment csapat funkcionális területek szerinti teljessége (V6), valamint a projekt vezetőjének pozitív hozzáállása (V9) tekintetében mutattak szignifikáns különbségeket (6. táblázat).<sup>91</sup>

**6. táblázat: Projektértékelési kritériumok, melyeknél szignifikáns különbség áll fenn az eltérő tulajdonosi háttérű kockázatitőke-befektetők között\***

Változó száma	A projektértékelési kritérium megnevezése	H-statisztika és p-érték	Szign.
V3	A projekt földrajzi elhelyezkedése	H = 5,78; p = 0,056	$\alpha < 10\%$
V6	A menedzsment-csapat tagjai a főbb funkcionális területeket lefedik	H = 5,43; p = 0,066	$\alpha < 10\%$
V9	A projekt vezetője elkötelezett, hozzáállása pozitív	H = 5,5; p = 0,064	$\alpha < 10\%$

\*Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 2; mintaelemszám:  $N_{ST} = 2$ ,  $N_{JE} = 6$ ,  $N_{PR} = 5$ ; ahol ST = állami háttérű befektetők, JE = hibrid tőkealapokat kezelő befektetők, PR = magáneredetű forrásokat kihelyező befektetők

*Forrás:* Saját kutatás

A három kritérium közül, a vezetéssel kapcsolatos kritériumot elvettem, tekintettel arra, hogy a menedzsment pozitív hozzáállásának fontosságát egy megkérdezettől eltekintve az összes befektető maximális jelentőségűnek ítélte. A fennmaradó két értékelési kritérium közül kétmintás Mann-Whitney tesztek vezettek el azokhoz a befektetői mintapárokhoz, melyek között a szignifikáns különbség fennállt (7. táblázat).<sup>92</sup> **Az adott befektetési lehetőség földrajzi elhelyezkedése a Jeremie alapokat kezelő befektetőknek volt a legfontosabb** (3,67), míg a magán és állami háttérű tőkealapoknak már kevésbé (3,00 és 2,00). A Mann-Whitney próbák szerint szignifikáns különbség a Jeremie tőkealapok és az állami befektetők, valamint a magán és állami befektetők között jelent meg. A hibrid tőkealap-kezelőkre jellemző relatíve magas átlagos

<sup>90</sup> A befektetői hozamelváráról az értekezés 4.2.3. alfejezete ad felvilágosítást.

<sup>91</sup> Az eltérő tulajdonosi háttérű befektetők esetében, az összes projektértékelési kritériumot jelölő változóra lefuttatott hárommintás Kruskal-Wallis-féle H-tesztek eredményeit a 8. számú melléklet 1. táblázata mutatja.

<sup>92</sup> Azon projektértékelési kritériumokat jelölő változókra lefuttatott páros Mann-Whitney-tesztek eredményeit, melyeknél a Kruskal-Wallis-féle H-tesztek szignifikáns különbséget jeleztek az eltérő tulajdonosi háttér szerint csoportosított kockázatitőke-befektetők almintái között a 8. számú melléklet 6. táblázata mutatja.

skálaértéket a Jeremie program előírásai magyarázzák, melyek mind a magvető, mind a növekedési alapok számára megkötik, hogy a Közép-Magyarország-i vagy azon kívüli régióban székhellyel rendelkező cégeknek nyújthatnak kockázatitőke-finanszírozást. Noha az interjúkból kiderült, hogy a projektek közötti válogatásnál nem a lokáció az elsődleges szempont, ám mégis a program feltételeinek való megfelelés érdekében figyelembe kell venni. **Az állami befektetők elkülönülése arra utal, hogy az ő törekvésük éppen az, hogy befektetési tevékenységük az országon belül minél változatosabb térségekben működő vállalkozásokhoz is elérjen, így a projektek értékelésekor a földrajzi elhelyezkedés nem releváns.**

Ami a menedzsment csapat funkcionális területek szerinti komplexitását illeti, a lefuttatott kétmintás Mann-Whitney tesztek a Jeremie alapok és a magán eredetű forrásokat kezelő befektetők között mutattak ki szignifikáns különbséget ( $\alpha = 2,4\%$ ) (7. táblázat). Ez az értékelési szempont a Jeremie alapok és az állami befektetők számára egyaránt fontos volt (4,67 és 4,50), míg a magánhátterű befektetőknek kevésbé (3,80). Ennek egyik oka, hogy a megkérdezett magánbefektetők között szerepel egy magvető fázis finanszírozására fókuszáló tőkealap is, mely közömbösnek tekintette ezt a szempontot (3,00), ami nem meglepő, hisz korai fázisban lévő cégeknél nem várható el, hogy teljesen komplett menedzsmenttel keressék fel a befektetőket. Az összes többi másik magánhátterű befektető már fontosnak értékelte ezt a kritériumot is (4,00), így nem állítható egyértelműen, hogy a magánhátterű kockázatitőke-befektetők valóban szignifikánsan elkülönülnének a hibrid tőkealapokat kezelő társaiktól. Érdemesebb a kérdést inkább az eltérő vállalati életszakasz preferencia irányából megközelíteni, hisz valószínűsíthető, hogy az érett stádiumban lévő cégeket kereső magánbefektetők bár fontosnak tartják ezt a kritériumot, de ha nem komplett teljesen a menedzsment, akkor ezek a befektetők könnyebben tudják pótolni a hiányzó embereket.

**7. táblázat: A kétmintás Mann-Whitney-féle U-tesztek szignifikáns eredményei a projektértékelési kritériumok között található V3-as és V6-os változókra vonatkozóan (befektetők csoportosítása eltérő tulajdonosi háttér szerint)\***

Változó száma	A projektértékelési kritérium megnevezése	N <sub>1</sub>	N <sub>2</sub>	U-stat.	p-érték
V3 <sup>††</sup>	A projekt földrajzi elhelyezkedése	JE	ST	0,000	0,038
V3 <sup>†</sup>	A projekt földrajzi elhelyezkedése	PR	ST	1,000	0,094
V6 <sup>††</sup>	A menedzsment-csapat tagjai a főbb funkcionális területeket lefedik.	JE	PR	4,000	0,024

\*Mann-Whitney-féle U-teszt; mintaelemszám: N<sub>ST</sub> = 2, N<sub>JE</sub> = 6, N<sub>PR</sub> = 5; ahol ST = állami hátterű befektetők, JE = hibrid tőkealapokat kezelő befektetők, PR = magán eredetű forrásokat kihelyező befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett, a „††” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 5\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

Megjegyzés: mivel a mintaelemszám (k) 3, így a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő korrigált szignifikancia szint  $\alpha = 5\%$  esetén,  $\alpha / 3 = 0,05 / 3 = 0,0167$  (1,67%). A Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő szignifikancia szintet egyik p-érték sem teljesíti.

*Forrás:* Saját kutatás

A nemparaméteres próbákat követően a befektetői mintát klaszteranalízisnek vettem alá és arra kerestem a választ, hogy a projektértékeléshez használt kritériumok fontosságát kifejező skálaértékek alapján lesz-e olyan kritérium, melynél az azonos tulajdonosi háttérrel rendelkező befektetők önálló klaszterbe csoportosulnak-e vagy sem. A vizsgálatba bevont változók összefoglaló listáját a 10. számú melléklet 1. táblázata mutatja, melyek kiválasztása részben kutatói döntésen, részben pedig a válaszokra utaló skálaértékek közötti szórás mértékén alapult.<sup>93</sup> Mivel a projektértékelési kritériumoknak hat alcsoportja volt, így minden alcsoporton belül két vagy három értékelési kritérium (változó) alapján képeztem három vagy két befektetői csoportot

<sup>93</sup> Azokat a változókat (kritériumokat) választottam ki a klaszteranalízisek lefuttatására, melyeknél a skálaértékek között relative magas szórás volt, hiszen ez utalt a befektetők közötti különbségekre, vagyis arra, hogy eltérően ítélik meg az adott értékelési szempont fontosságát.



tartalmazó klasztert<sup>94</sup> hierarchikus és K-közép módszerrel egyaránt. **A vizsgálatok összefoglaló eredményeit a 10. számú melléklet 3. táblázata mutatja, melyből látható, hogy több esetben a kétféle klaszterezési eljárással ugyanazok a befektetői csoportok jöttek létre, de mégis, tulajdonosi háttérüket tekintve mindig heterogének voltak.** A lefuttatott klaszteranalízisekkel tehát nem lehetett feltárni olyan értékelési kritériumokat, melyeknél a vizsgált kockázati-tőke-befektetők tulajdonosi háttérük szerint világosan elkülönültek volna egymástól sőt, a vizsgálatok a nemparaméteres tesztek eredményeit sem tudták visszaigazolni.

**A finanszírozásnál preferált vállalati életciklus** alapján kétféleképpen is csoportosítottam a felmérésben résztvevő kockázati-tőke-befektetőket.<sup>95</sup> Először a magvető, startup és érett vállalati életszakaszra fókuszáló kategóriákat különítettem el úgy, hogy az állami háttérű tőkealapokat a start-up cégekbe történő kihelyezéseket preferáló csoportba soroltam, tekintettel a befektetési lehetőségek szűrésénél tett megállapításaimra. A második, ún. korrigált életciklus szerinti csoportosításnál az állami befektetőket is külön kategóriaként kezeltem, s ennek megfelelően négy befektetői csoportot különítettem el. Az elkülönítést ebben az esetben azzal magyarázom, hogy hiába a korai fázisra fókuszáló befektetési stratégia, az állami befektetők által nyújtott sajátos finanszírozási modell miatt az életciklus preferenciára vonatkozó vizsgálatot érdemes úgy is elvégezni, hogy az állami befektetőket elkülönítjük azoktól az entitásoktól, melyek finanszírozási gyakorlata sokkal inkább közelebb áll a kockázati-tőke-finanszírozás modelljéhez.

**A korai vállalati életfázis finanszírozását preferáló befektetők** (magvető és start-up) bár kulcsfontosságúnak tartják a menedzsment értékelését, **nem jelent számukra problémát az, ha a csapat összetétele esetleg nem komplett** és néhány funkcionális terület betöltése hiányzik. Ezekben az esetekben az alapkezelők pótolni tudják a szükséges pozíciók betöltését vagy úgy, hogy saját csapatukból átmeneti időre delegálják a megfelelő szakembert a céltársasághoz, vagy közreműködnek az új munkatárs megtalálását célzó kiválasztási folyamatban. A prototípus rendelkezésre állása kapcsán ugyanakkor, a magvető és start-up befektetők álláspontja eltérő. Az előbbi csoportba tartozó befektetőknél a prototípus kérdése inkább közömbös (3,33), ami azzal magyarázható, hogy magvető stádiumban előfordulhat, hogy a termék vagy szolgáltatás fejlesztési folyamata még nem zárult le teljesen, így a finanszírozás célja lehet a termékfejlesztés befejezése és/vagy az elkészült termék vagy szolgáltatás piaci validációja. Ezzel szemben a start-up befektetőknél a prototípus rendelkezésre állása már döntő feltétele a finanszírozás biztosításának (4,57 és 4,60)<sup>96</sup>, amiből következik, hogy ezeknél a befektetőknél a hangsúly a termék vagy szolgáltatás piaci bevezetésre, illetve az értékesítés és növekedés expanziójára helyeződik. A termék vagy szolgáltatás pozitív piaci fogadtatása a magvető és a start-up befektetőknél is fontos, ami arra utal, hogy a projekt üzleti modelljének piaci tesztelését már a magvető fázisban lévő projekteknél is elvégzik a befektetők. Hasonlóan, az innovatív projektekre történő koncentráció mind a magvető, mind a start-up befektetőkre jellemző, a befektetési lehetőségekben megtestesülő technológia egyedisége 4,00-4,20 körüli átlagos skálaértékeket kapott mindkét befektetői csoportnál. Az egyedi technológia előnye, hogy a céltársaság számára hosszabb ideig kompetitív előnyt biztosíthat a piacon a versenytársakkal szemben, melynek köszönhetően a céltársaság egy szűkebb piaci szegmens piacvezetőjévé válhat. A növekedés következő lépcsője természetesen ennek a piacvezető szerepnek a kiterjesztése először regionális majd kivételes esetben globális szinten. Az innováció finanszírozásának preferálása összefügg a

<sup>94</sup> Noha tulajdonosi háttér szempontjából három különálló befektetői csoport volt, a klaszterek tartalmát azért vizsgáltam kétklasztteres eredmények esetén is, mert elképzelhetőnek tartottam olyan kimenetelt is, hogy az egyik tulajdonosi érdekeltség szerint összetartozó befektetők csoportja elkülönül az összes többitől.

<sup>95</sup> A finanszírozásnál preferált eltérő vállalati életciklus szerinti csoportosított befektetők által, a projektértékelési kritériumokra adott átlagos skálaértékeket a 7. számú melléklet 1. táblázata mutatja.

<sup>96</sup> A zárójelben szereplő két átlagos skálaérték közül az első arra a csoportosításra érvényes, amikor az állami háttérű befektetőket a start-up fázisban aktív kockázati-tőke-befektetők körébe soroltam, míg a második skálaérték akkor tekinthető érvényesnek, amikor az állami háttérű befektetőket külön csoportként kezeltem a preferált vállalati életciklus szerint is.

szabadalmi védettség kérdésével is, melyet már a fejlesztés korai szakaszában rendezni kell. A védettség megszerzése a céltársaság kompetitív pozíciója kapcsán fontos, jóllehet egyes ötletgazdák elzárkóznak tőle arra hivatkozva, hogy a szabadalom megszerzésének nyilvánosságra kerülésével nagyobb az esélye annak, hogy az új fejlesztést a versenytársak lemásolják. Mivel a korai vállalati életfázisra fókuszáló befektetők elsősorban olyan cégekkel találkoznak, akik számottevő működési múltat nem tudnak felmutatni, így a múltbeli cash flow stabilitása, illetve az eladósodottság alacsony mértéke sem a magvető, sem a start-up befektetőknél nem számít kritikus tényezőnek, de a túlzott mértékű kötelezettségállományban rejlő kockázatokra több megkérdőjelezett befektetési szakember is felhívta a figyelmet.<sup>97</sup>

**Az érett vállalati életszakaszban** történő befektetéseket megvalósító kockázati-tőke-befektetőknél, az eddig ismertett menedzsment értékelési szempontok mellett **nagy hangsúlyt kap annak ellenőrzése, hogy a céltársaság vezető kulcsemberei és a tulajdonosok személye között milyen mértékű az átfedés.** Mivel a kivásárlási alapok finanszírozási konstrukciója a céltársaság tulajdonosi szerkezetének radikális megváltozását eredményezi, így a befektetők abban érdekeltek, hogy tulajdonosoktól független menedzsmenttel ellátott céget vegyenek át. Ennek jelentősége abban van, hogy a kivásárlási alapok sem kívánnak beavatkozni az operatív ügyvezetésbe, így számukra a céltársaság működésének folytonossága a tranzakció megvalósítását és a tulajdonosi struktúra megváltoztatását követően is biztosított kell, hogy legyen. Mivel ennél a befektetői csoportnál, a portfóliócégek méretének és értékének növelése nemcsak organikus módon, hanem újabb akvizíciók végrehajtása révén történik (ez az ún. „*buy and build*” stratégia), így a projektek értékelésekor a befektetők kiemelt figyelmet fordítanak az iparágban rejlő növekedési és konszolidációs lehetőségek feltárására. Ebből ugyanis következtetni lehet arra, hogy mekkora tér van újabb cégek megvásárlására majd a meglévő portfóliócéggel történő összevonására, illetve egy szakmai befektető útján megvalósítandó jövőbeni exitre. A kivásárlást meggyorsíthatja továbbá a céltársaság tevékenységének átláthatósága, illetve az, hogy a befektetési döntési folyamat elején mennyire áll készen a tulajdonosváltásra. Lényeges különbség az eddig tapasztaltakhoz képest, hogy az érett vállalati életszakaszra koncentráló befektetőknek **nagyon fontos szempont a múltbeli cash flow stabilitása** (4,67) legfőképpen azért, mert ebből következtetni lehet a megtérülés esélyeire, valamint a jövőbeli adósságszolgálat teljesíthetőségére, ami pedig azért érdekes, mert ezeknél az ügyleteknél a befektetés finanszírozása általában nemcsak saját tőke, hanem jelentős összegű hitel felhasználásával történik, amit aztán a céltársaságnak kell visszafizetnie. Végezetül, a projektek közötti válogatásnál a megkérdőjelezett befektetők előnyben részesítik azokat, melyek valamely szűkebb piaci szegmens fogyasztói igényeinek kielégítésére törekszenek (4,33) és ott vezető pozícióval rendelkeznek, vagy a piacvezető pozíció rövidtávon elérhetőnek tűnik.

**A céltársaság által fenntartható kompetitív előny megléte kisebb jelentőséggel bír (4,33),** ami azzal magyarázható, hogy itt a tőkealapok abban az életszakaszban lépnek be finanszírozóként, amikor a cégek már az érettebb vagy a késői expanziós státuszban vannak, így kisebb az esélye annak, hogy célpontjaik kompetitív pozíciója az iparági konszolidáció és az új belépőknek köszönhetően ugyanolyan erős szinten van ekkor is, mint növekedésük elején. Kevésbé fontos szempont a termék vagy szolgáltatás pozitív piaci fogadtatása (4,00), illetve a külföldi piacokra történő belépés megvalósítása (4,00), ami azzal magyarázható, hogy a befektetések célpontjait jelentő vállalkozások életciklusuk ezen szakaszára már bizonyították termékeik vagy szolgáltatásuk piaci életképességét, tevékenységük pedig általában nemcsak a belföldi, hanem a külföldi piacokra is kiterjed. A legkevésbé releváns kritériumoknak a szabadalmi védettség megszerzhetősége (2,33), a termék vagy szolgáltatás, illetve a technológia egyedisége (2,33), a prototípus rendelkezésre állása (2,00), valamint a termék vagy szolgáltatás

<sup>97</sup> A magvető tőkealapok, a start-up befektetők, valamint az állami háttérű befektetőket nem tartalmazó start-up befektetők által legfontosabbra értékelt projektértékelési kritériumokat a 7. számú melléklet 6.-7.-8. táblázatai mutatják.

piaci bevezetése előtt álló kevés adminisztratív akadály (2,67) meglete számít. Ezen kritériumok irrelevanciája nem meglepő, hisz ezek a tényezők inkább az induló cégekbe történő befektetés esetén mérlegelendők.<sup>98</sup>

**A Likert-skálás kérdőív adatainak eredményeiből összesen hat olyan kritériumot azonosítottam, melyeknél a finanszírozásnál preferált vállalati életciklus szerint elkülönített kockázattőke-befektetők valamely csoportjai között szignifikáns különbség adódott.** A hat változóból három volt olyan, mely a befektetők preferált életciklus szerinti mindkétféle csoportosításánál is szignifikáns különbségekre mutatott rá, három pedig vagy az eredeti vagy a korrigált életciklus szerinti csoportosítás esetén utalt szignifikáns különbségek meglétére (8. táblázat).<sup>99</sup>

**8. táblázat: Projektértékelési kritériumok, melyeknél szignifikáns különbség áll fenn a finanszírozásnál eltérő preferenciájú kockázattőke-befektetők között**

Változó száma	A projektértékelési kritérium megnevezése	H-statisztika és p-érték	Szign.
V3 <sup>†</sup>	A projekt földrajzi elhelyezkedése	(H = 6,31); (p = 0,098)	( $\alpha < 10\%$ )
V8* <sup>†</sup>	A projekt vezetőjének van vállalkozói tapasztalata.	H = 8,57; (H = 9,6) p = 0,014; (p = 0,022)	$\alpha < 5\%$ ( $\alpha < 5\%$ )
V12* <sup>†</sup>	A termék/szolgáltatás egy már létező piac szűkebb szegmensét szolgálja ki.	H = 5,68; (H = 6,59) p = 0,058; (p = 0,086)	$\alpha < 10\%$ ( $\alpha < 10\%$ )
V20* <sup>†</sup>	Prototípus már rendelkezésre áll.	H = 9,63; (H = 9,65) p = 0,008; (p = 0,022)	$\alpha < 1\%$ ( $\alpha < 5\%$ )
V22*	Múltbeli cash flow-ja stabil.	H = 5,42; p = 0,067	$\alpha < 10\%$
V29 <sup>†</sup>	A projektben az átlagnál magasabb hozampotenciál rejlik.	(H = 6,24); (p = 0,1)	( $\alpha = 10\%$ )

\*Szignifikáns különbség áll fenn a preferált életciklus szerinti eredeti csoportosítás alapján; Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 2; mintaelemszám: N<sub>SE</sub> = 3, N<sub>SU</sub> = 7, N<sub>LS</sub> = 3; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU = start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők

<sup>†</sup> Szignifikáns különbség áll fenn a preferált életciklus szerinti korrigált csoportosítás alapján; Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 3; p, H és szignifikancia értékek zárójelben találhatóak; mintaelemszám: N<sub>SE</sub> = 3, N<sub>SU</sub> = 5, N<sub>LS</sub> = 3, N<sub>ST</sub> = 2; ahol ST = állami háttérű befektetők

Azoknál a változóknál, ahol mind a \*, mind a <sup>†</sup> szimbólumok megtalálhatók szignifikáns különbség áll fenn a preferált életciklus szerinti eredeti és korrigált csoportosítás szerint is.

Forrás: Saját kutatás

A befektetői mintapáronként lefuttatott Mann-Whitney próbákból kiderült, hogy **a projekt vezetőjének vállalkozói tapasztalata (V8) az érett életfázisra fókuszáló kockázattőke-befektetőket különítette el a magvető és a start-up életfázist preferáló befektetői csoportoktól**, bár eltérő mértékű, de mindkét esetben szignifikáns különbséggel (9. táblázat). A kapott eredmény nem meglepő, hisz a vállalkozói tapasztalat meglete főleg a még induló szakaszban lévő projekteknél fontos, akkor ugyanis nagyobb esély van a sikeres növekedésre és túlélésre, ha a projekt vezetője maga mögött tudhat több évnyi sikeres vagy sikertelen vállalkozói tapasztalatot. Ugyanez igaz az állami háttérű befektetőkre is, melyek szintén inkább a korai szakasz finanszírozásában érdekeltek olyannyira, hogy a Mann-Whitney tesztek az ő esetükben is szignifikáns különbséget mutattak az érett életszakaszt preferáló befektetői csoporttal szemben. A fejlődésük érett stádiumában lévő cégeket kereső tőkealapok inkább a

<sup>98</sup> Az érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők által legfontosabbra értékelt projektértékelési kritériumokat a 7. számú melléklet 9. táblázata mutatja.

<sup>99</sup> A finanszírozásnál eltérő vállalati életciklus preferenciával rendelkező befektetők esetében, az összes projektértékelési kritériumot jelölő változóra lefuttatott hárommintás Kruskal-Wallis-féle H-tesztek eredményeit a 9. számú melléklet 1. táblázata, a négymintás Kruskal-Wallis-féle H-tesztek eredményeit pedig a 9. számú melléklet 6. táblázata mutatja.

többség, a főbb funkcionális területeket lefedő menedzsment csapat meglétére, a vezetők többéves célpiazi tapasztalatára és pozitív hozzáállásukra helyezték a nagyobb hangsúlyt a menedzsment értékelése során.<sup>100</sup>

**9. táblázat: A kétmintás Mann-Whitney-féle U-tesztek szignifikáns eredményei a projektértékelési kritériumok között található V8-as, V12-es, V20-as és V22-es változókra vonatkozóan (befektetők csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Változó száma	A projektértékelési kritérium megnevezése	N <sub>1</sub>	N <sub>2</sub>	U-stat.	p-érték
V8 <sup>††</sup>	A projekt vezetőjének van vállalkozási tapasztalata.	SE	LS	0,000	0,025
V8 <sup>††</sup>	A projekt vezetőjének van vállalkozási tapasztalata.	SU	LS	0,000	<b>0,011<sup>φ</sup></b>
V12 <sup>††</sup>	A termék/szolgáltatás egy létező piac szűkebb szegmensét szolgálja ki.	SE	LS	0,000	0,034
V12 <sup>†</sup>	A termék/szolgáltatás egy létező piac szűkebb szegmensét szolgálja ki.	SU	LS	3,500	0,083
V20 <sup>††</sup>	Prototípus már rendelkezésre áll.	SE	SU	1,500	0,028
V20 <sup>††</sup>	Prototípus már rendelkezésre áll.	SE	LS	0,000	0,034
V20 <sup>††</sup>	Prototípus már rendelkezésre áll.	SU	LS	0,000	<b>0,011<sup>φ</sup></b>
V22 <sup>††</sup>	Múltbeli cash flow-ja stabil.	SU	LS	0,500	<b>0,010<sup>φ</sup></b>

\*Mann-Whitney-féle U-teszt; mintaelemszám: N<sub>SE</sub> = 3, N<sub>SU</sub> = 6, N<sub>LS</sub> = 4; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU = start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett, a „††” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 5\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

Megjegyzés: mivel a mintaelemszám,  $k = 3$ , így a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő korrigált szignifikancia szint  $\alpha = 5\%$  esetén,  $\alpha / 3 = 0,05 / 3 = 0,0167$  (1,67%). A Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő szignifikancia szint alatti p-értékeket a „φ” karakter jelöli.

*Forrás:* Saját kutatás

**A vállalkozás által előállított termék vagy szolgáltatás azon tulajdonsága, hogy egy már létező piac szűkebb szegmensének minél jobb kiszolgálására törekszik (V12) szintén az érett vállalati életfázist preferáló befektetőknek volt fontos olyannyira, hogy ezen változó szerint – a lefuttatott kétmintás Mann-Whitney tesztek alapján – ismét elkülönültek a magvető és start-up projekteket kereső befektetőtársaiktól (9. táblázat). A szignifikáns különbség a többi másik befektetői csoporttal szemben akkor is fennállt, amikor a preferált életciklus szerint csoportosított befektetői mintában az állami háttérű befektetőket különálló halmazként kezeltem. A jellemzően kivásárlásokra szakosodott kockázatitőke-befektetők tehát elsősorban azokat a befektetési célpontokat keresik, melyek egy jól elhatárolható piaci szegmensen belül szilárd, lehetőleg piacvezető pozíciót birtokolnak úgy, hogy az általuk birtokolt kompetitív előnyt hosszabb távon is fenn tudják tartani. Ezen cégekre jellemző, hogy élvonalbeli piaci pozíciójuknak és versenyelőnyüknek köszönhetően a versenytársakhoz képest magasabb eredményhányaddal és cash flow potenciállal működnek, ami rendkívül kedvező megtérülési lehetőségekkel kecsegtet egy befektető számára. Ezzel szemben a korai életfázisban aktív befektetők nagyobb hangsúlyt helyeznek azokra az innovatív vállalkozásokra, melyek egy olyan termék vagy szolgáltatás kifejlesztésén dolgoznak, ami egy teljesen új piacot nyitna meg a fogyasztók számára, vagy egy már meglévő forradalmasítana (9. számú melléklet 11., 16. és 17. táblázatai).**

Végezetül, a harmadik olyan projektértékelési kritérium, mely a Kruskal-Wallis tesztek alapján szignifikáns különbségek meglétére mutatott rá a preferált életszakasz szerint kétféleképpen is

<sup>100</sup> Azon projektértékelési kritériumokat jelölő változókra lefuttatott páros Mann-Whitney-tesztek eredményeit, melyek esetében a Kruskal-Wallis-féle H-tesztek szignifikáns különbséget jeleztek a finanszírozásnál eltérő vállalati életciklus preferenciával rendelkező kockázatitőke-befektetők almintái között a 9. számú melléklet 11. táblázata mutatja a befektetők finanszírozásnál preferált vállalati életciklus szerinti eredeti csoportosítása alapján. Ugyanezen változók esetében, a befektetők finanszírozásnál preferált vállalati életciklus szerinti korrigált csoportosítása alapján lefuttatott Mann-Whitney-féle U-tesztek eredményeit a 9. számú melléklet 16.-17. táblázatai mutatják.

csoportosított befektetők között, a **prototípus rendelkezésre állása** (V20) volt (9. táblázat). A kétmintás nemparaméteres próbák kimutatták, hogy **mind a magvető, mind a start-up tőkealapok befektetőinek sokkal fontosabb ennek a szempontnak a mérlegelése, mint az érett életszakaszban lévő cégeket kereső befektetőknél**. Ennek magyarázata, hogy az utóbbi befektetői csoport érdeklődési körébe eleve olyan vállalkozások kerülnek, melyek már régen túlvannak a prototípus-fejlesztésen, sőt a gyors ütemű korai expanzió is. A korai fázisban aktív befektetőknek ugyanakkor nagyon fontos ez a kritérium, főleg a start-up befektetők számára, akik a további termékfejlesztés mellett, sokkal inkább már a termék piaci bevezetésében, az értékesítés felfuttatásában és a piaci pozíció megerősítésében érdekeltek. A magvető tőkealapok valamivel gyengébben súlyozták ezt az értékelési szempontot, ami arra utal, hogy befektetési tevékenységük során nem feltétel a prototípus megléte, finanszírozásuk célja gyakran a termék- és prototípusfejlesztés befejezése vagy az elkészült termék és üzleti modell piaci validálása. A gyengébb súlyozást alátámasztja az is, hogy a magvető és a start-up tőkebefektetők között is szignifikáns különbség jött létre, vagyis a prototípus rendelkezésre állásnak ellenőrzése egyértelműen a start-up befektetőknek prioritás. A korrigált életciklus szerinti csoportosításnál a kétmintás próbák igazolták, hogy **az állami befektetők** és az érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők között is fennáll a szignifikáns különbség ennél a kritériumnál, ami abból következik, hogy az állami befektetők is relatíve magasra értékelték ennek a szempontnak a jelentőségét, vagyis **a projektek értékelésénél ebben a tekintetben nagyon hasonlítanak a start-up befektetőkre** (9. számú melléklet 11. és 17. táblázatai).

Érdekes eredmény, hogy a múltbeli cash flow stabilitását jelölő változót (V22) érintően nem kaptam egyértelmű megerősítést arról, hogy az érett életszakaszra koncentráló befektetők szignifikánsan elkülönülnének a korai fázist preferáló vagy az állami háttérű befektetőktől. A preferált életszakasz szerinti első csoportosítás alapján csak a start-up és az érett életfázisban aktív tőkealapok között volt igen erős szignifikáns különbség, ugyanez azonban nem állt fenn akkor, amikor a start-up befektetők helyett a magvető tőkealapokat vizsgáltam (9. táblázat). Amikor azonban az állami befektetőket külön halmazként kezeltem és a Kruskal-Wallis tesztet a négy független mintára újra lefuttattam, az eredmény nem utalt arra, hogy a képezhető mintapárok között lenne legalább egy szignifikáns különbség is a múltbeli cash flow stabilitása kapcsán. A nem egyértelmű eredmények oka, hogy bár az érett életszakaszt preferáló kockázatitőke-befektetők nagyon fontosnak tartották a célpont társaság cash flow-jának stabilitását, az összes többi másik befektető inkább közömbösen állt hozzá ehhez a kérdéshez és nem sorolta be ezt a szempontot a nem fontos, vagy egyáltalán nem fontos csoportba. A korai fázisra történő koncentráció ellenére tehát ezek a befektetők is találkozhatnak olyan vállalkozásokkal, melyek már rendelkeznek bizonyos üzleti múlttal, így eddigi pénztermelő képességük a befektető számára tájékoztató, de nem kritikus fontosságú információként szolgálhat (9. számú melléklet 11. táblázata).

Az állami háttérű befektetők kiválasztásával, a befektetési lehetőség földrajzi hovatartozása kapcsán, a korrigált életciklus szerinti vizsgálat is igazolta az állami befektetők szignifikáns elkülönülését a másik három befektetői almintával szemben (10. táblázat), melynek okait azonban jelen alfejezet elején már kifejtettem. A korrigált életciklus szerinti befektetői csoportosítás másik eredményeként a négymintás Kruskal-Wallis teszt a 29-es számú projektértékelési kritériumnál (V29) is szignifikáns különbséget mutatott, mely a projektben rejlő átlagosnál magasabb hozampotenciált jelöli (8. táblázat). A Mann-Whitney tesztek szerint, a start-up befektetők szignifikánsan fontosabbnak értékelték ezt a kritériumot, mint az állami háttérű és az érett életszakaszra fókuszáló kockázatitőke-befektetők (10. táblázat). Az első különbség inkább a tulajdonosi háttérrel és ennek megfelelően az állami befektetők deklaráltan alacsonyabb hozamvárásával magyarázható, míg a második különbség a befektetői kockázatvállalás mértékével. **Egy start-up befektető ugyanis, mivel a vállalati életszakasz elején száll be, nagyságrendekkel nagyobb finanszírozási kockázatot vállal, mint az érett életfázisban lévő**

**célpontokat kereső befektetőtársaik, ahol a céltársaság már eleve rendelkezik cash flow-val, ami már önmagában a befektető hozamának forrása lehet.** Ugyanez nem mondható el a korai fázisú ügyleteknél, ahol az esetek többségében a pénzáram negatív vagy nulla közeli. A befektetésből adódó magasabb kockázatvállalás pedig magasabb hozamelvárást indukál, így ennek alapján megalapozott eredménynek számít ez a szignifikáns különbség is, jóllehet az érvelést gyengíti, hogy ugyanezen logika mentén a magvető és az érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők között is szignifikáns különbségnek kellett volna megjelennie, ezt azonban a kétféle csoportosítási megközelítés közül egyik sem igazolta vissza. Ennek oka abban keresendő, hogy a három magvető alap közül kettő a Jeremie-program keretei között működött, a program feltételei pedig valamelyest korlátozták a projektektől elvárható hozam mértékét (9. számú melléklet 17. táblázat).

**10. táblázat: A kétmintás Mann-Whitney-féle U-tesztek szignifikáns eredményei a projektértékelési kritériumok között található V3-as, V8-as, V12-es, V20-as és V29-es változókra vonatkozóan (befektetők korrigált csoportosítása preferált vállalati életszakaszt szerinti)\***

Változó száma	A projektértékelési kritérium megnevezése	N <sub>1</sub>	N <sub>2</sub>	U-stat.	p-érték
V3 <sup>†</sup>	A projekt földrajzi elhelyezkedése	SE	ST	0,000	0,076
V3 <sup>†</sup>	A projekt földrajzi elhelyezkedése	SU2	ST	1,000	0,094
V3 <sup>†</sup>	A projekt földrajzi elhelyezkedése	LS	ST	0,000	0,068
V8 <sup>††</sup>	A projekt vezetőjének van vállalkozói tapasztalata.	SE	LS	0,000	0,025
V8 <sup>††</sup>	A projekt vezetőjének van vállalkozói tapasztalata.	SU2	LS	0,000	0,018
V8 <sup>††</sup>	A projekt vezetőjének van vállalkozói tapasztalata.	LS	ST	0,000	0,046
V12 <sup>††</sup>	Termék/szolgáltatás egy létező piac szűkebb szegmensét szolgálja ki.	SE	LS	0,000	0,034
V12 <sup>†</sup>	Termék/szolgáltatás egy létező piac szűkebb szegmensét szolgálja ki.	LS	ST	0,000	0,068
V20 <sup>††</sup>	Prototípus már rendelkezésre áll.	SE	SU2	1,000	0,040
V20 <sup>††</sup>	Prototípus már rendelkezésre áll.	SE	LS	0,000	0,034
V20 <sup>††</sup>	Prototípus már rendelkezésre áll.	SU2	LS	0,000	0,018
V20 <sup>†</sup>	Prototípus már rendelkezésre áll.	LS	ST	0,000	0,053
V29 <sup>††</sup>	A projektben az átlagosnál magasabb hozampotenciál rejlik.	SU2	ST	0,000	0,016

\*Mann-Whitney-féle U-teszt; mintaelemszám: N<sub>SE</sub> = 3, N<sub>SU2</sub> = 4, N<sub>LS</sub> = 4; N<sub>ST</sub> = 2; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU2 = állami háttérű befektetőket nem tartalmazó start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők, ST = állami háttérű befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett, a „††” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 5\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

Megjegyzés: mivel a mintaelemszám,  $k = 4$ , így a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő korrigált szignifikancia szint  $\alpha = 5\%$  esetén,  $\alpha / 4 = 0,05 / 4 = 0,0125$  (1,25%). Nem volt olyan p-érték, mely a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő szignifikancia szint alatt lett volna.

*Forrás:* Saját kutatás

A vizsgálat végén, a befektetői mintát újabb klaszteranalízisnek vettem alá, ezúttal azzal a céllal, hogy rámutassak azokra a projektértékelési kritériumokra, melyek vonatkozásában az azonos vállalati életszakaszra fókuszáló befektetők ugyanabba a klaszterbe kerülnek. A vizsgálatba bevont változók (kritériumok) kiválasztása ismét kutatói döntésen, illetve a válaszokat kifejező skálaértékek szórásán alapult, a változók végső listáit a 11. számú melléklet 1. és 15. táblázatai tartalmazzák. Azért készült két lista, mert a klaszteranalíziseket mind az eredeti, mind a korrigált életszakaszt szerinti csoportosítás alapján lefuttattam, azzal a különbséggel, hogy az első esetében azt vizsgáltam, hogy a befektetői minta elemei hogyan oszlanak szét maximum három klaszterbe, míg a második esetében azt, hogy hogyan oszlanak meg maximum négy klaszterbe. A listák tartalmazzák azokat a kritériumokat is, melyeknél a Kruskal-Wallis tesztek az eredeti vagy a korrigált életszakaszt szerinti csoportosításnál szignifikáns különbségek fennállására utalt. Egy-egy lefuttatott klaszteranalízis most is két vagy három

változót tartalmazott, az eredmények azonban nem voltak meggyőzőek, **nem alakultak ki olyan klaszterek, melyek a befektetéseknél preferált vállalati életciklus szempontjából homogének lettek volna.** Mindebből következik, hogy a nemparaméteres tesztek eredményeit nem erősítették meg a klasztervizsgálatok (10. számú melléklet 3. és 17. táblázatai).

Ami az általánosan fontosnak tekintett projektértékelési kritériumokat illeti, a felmérés eredményei összhangban vannak a nemzetközi szakirodalomban szereplő megállapításokkal. **A legfontosabb értékelési kritériumok közé valóban a menedzsmenttel, a célpiaccal és az exittel-hozammal kapcsolatos szempontok tartoznak, ám mind közül a legnagyobb hangsúly egyértelműen a menedzsmentre helyeződik.** Igazolódott, hogy a projekt és a menedzsment értékelése nemcsak objektív, hanem szubjektív szempontok, a vezetők személyes tulajdonságai, valamint a befektetők intuíciója alapján is történik, mely szintén megjelenik a szakirodalomban (Khan [1987], Sandberg et al. [1988], Dubini [1989], Hall és Hofer [1993], Eisele [2004], Franke et al. [2006, 2008], Beckman et al. [2007], illetve Kirsch et al. [2009], Simic [2015]). A felmérés szerint a célpiac esetében a növekedési potenciál mértékére, a termék vagy szolgáltatás által fenntartható kompetitív előnyre, illetve piaci fogadtatására helyeződik a hangsúly, ezen szempontok jelentőségét pedig a témával foglalkozó kutatások másik széles csoportja is visszaigazolta (Zinecker és Rajchlová [2010], illetve Zinecker és Bolf [2014]). A felmérés visszaigazolta Fried és Hisrich (1994), valamint Boocock és Woods (1997) előszűréssel kapcsolatos megállapítását, miszerint a befektetési döntési folyamat során sor kerül egy általános és egy befektető specifikus szűrésre is. Míg a befektető specifikus szűrés a szakirodalom szerint főleg a céltársaság életszakaszára, méretére, földrajzi elhelyezkedésére és szakágazatára irányul, addig a saját felmérés szerint az életszakasz és méret csak a kivásárlási alapoknál, a földrajzi elhelyezkedés pedig a hibrid tőkealap-kezelőknél releváns az előszűrésnél. Kutatásom szerint tehát **a befektető-specifikus szűrést a vállalati életciklus preferencia és a kezelt forrás eredete egyaránt befolyásolni tudja.** A projektek szakágazata ugyanakkor nem döntő kritérium a magyarországi alapkezelőknél ugyanis a szektor-specifikus működés a befektetők generalista szemlélete miatt nem jellemző.

Felmérésem rámutatott arra is, hogy az általános szűrés során figyelembe vett értékelési szempontok súlyozására az életciklus preferencia és a tulajdonosi háttér is hatással van. A termék vagy szolgáltatás egyedi technológiai jellege, az alapító vagy ötletgazda korábbi vállalkozói tapasztalata, valamint a szabadalmi védettség kérdése például a korai fázisú befektetőknek fontos, ennek hangsúlyozása ugyanakkor csak kevés szakirodalmi munkában tükröződik vissza (Elango et al. [1995], Eisele et al. [2004] és Zinecker és Rajchlová [2010]). Felmérésemben szintén a korai szakaszra koncentrálnak befektetők emelték ki a prototípus rendelkezésre állásának fontosságát, ami a szakirodalom szerint inkább az expanziós szakaszra koncentrálnak befektetőkre volt jellemző (Zinecker és Rajchlová, 2010). Ez azzal függhet össze, hogy **a magyarországi kockázati tőke-piacon meglehetősen kevés magvető tőkealap működik, a start-up befektetők pedig nem hajlandók vállalni a prototípus-fejlesztéssel járó kockázatot,** így – a korai életszakasz fókuszuk ellenére – a befektetési kockázat csökkentése érdekében elvárják, hogy a céltársaság már rendelkezzen működő prototípussal. Az **érett vállalati életfázist preferáló befektetők** számára a **vállalkozás múltbeli cash flow-jának stabilitása** kapott nagyobb hangsúlyt olyannyira, hogy e változó kapcsán szignifikáns különbség jött létre az érett és a start-up vállalati életfázist preferáló befektetők között is. Ezen felül, a kivásárlási alapok olyan cégeket keresnek, melyek **valamely létező piac szűkebb szegmensének kiszolgálására törekednek** lehetőleg úgy, hogy már piacvezető pozícióban vannak, vagy pár éven belül azok lehetnek. A kutatás szerint, ennél a változónál nemcsak a start-up, hanem a magvető és az állami háttérű tőkealapoktól is szignifikánsan elkülönültek az érett vállalati életfázist preferáló befektetők. Ezek az eredmények kiegészítik a szakirodalom megállapításait, melyek a kivásárlási alapok projektértékelésénél az üzleti modell, a

menedzsment, a reális cégértéken történő beszállás, valamint a cég versenyképességének jelentőségét hangsúlyozták (Zinecker és Rajchlová [2010], Gompers et al. [2016/a] és [2016/b]).

Fontos megemlíteni továbbá, hogy **a befektetési döntési folyamattal foglalkozó nemzetközi szakirodalom nem törekszik arra, hogy az állami háttérű befektetőket pozicionálja a befektetői piacon életciklus preferencia szempontjából.** A magyar szakirodalomban Kovács (2011/a) tett arra utalást, hogy az állami háttérű befektetők nem az innovatív projekteket, és nem az induló vállalati életfázist részesítik előnyben. Ezt a megállapítást saját kutatásom csak részben igazolta, egyrészt azért mert az innováció finanszírozásának fontossága az állami háttérű befektetők körében nem volt egységes, ugyanakkor a megkérdezettek jelezték, hogy a teljesen induló fázisban lévő cégeket nem annyira preferálják, s helyettük inkább a már bizonyos üzleti múlttal rendelkező, korai növekedési szakaszban lévő vállalkozásokat keresik. Felmérésem továbbá már a projektértékelési kritériumok kapcsán rámutatott az **állami háttérű befektetők sajátos finanszírozási modelljére, melyet az alacsonyabb hozamvárásai szint, a gazdaságpolitikai szempontok figyelembevétele, illetve a hagyományos iparágak felé fordulás egyaránt jellemzett.**

**A fentiek alapján a H3-as hipotézisemet teljes egészében, a H4-es hipotézisemet pedig részben igazoltnak tekintem.** A H3-as hipotézisem szerint azt a következtetést vonom le, hogy az alapítói háttértől és a finanszírozásnál preferált vállalati életszakasztól függetlenül, a kutatásomban szereplő kockázati-tőke-befektetők számára amenedzsmenttel, a célpiaccal és a projektben rejlő hozampotenciállal kapcsolatos szempontok egyaránt nagyon fontos, sőt a legfontosabb projektértékelési szempontoknak minősülnek. A H4-es hipotézisem azon része, mely szerint a vállalkozói tapasztalat és a prototípus megléte, valamint a szabadalmi védetség kérdése csak a korai fázisú befektetőknek fontos, igazolódott, hiszen az említett befektetői csoport szignifikánsan elkülönült a kivásárlási alapoktól. Ezzel szemben a hipotézis másik része, mely szerint az érett vállalati életfázist preferáló befektetők a befektetési projektek értékelésénél, a múltbeli cash flow stabilitására és a vállalkozás által betöltött piaci pozícióra nagyobb figyelmet szentelnek bár szintén beigazolódott, de a szignifikáns különbség nem minden esetben állt fenn a korai fázist preferáló befektetőkkel szemben.

#### 4.2.2. A részletes átvilágítás során végrehajtott befektetői tevékenységek

A részletes átvilágítás („*due diligence*”) általában külső szakértők bevonásával valósul meg, a befektetők feladata pedig ezen szakértők munkájának koordinációja. Részletes átvilágítást mindegyik befektető végez, függetlenül attól, hogy milyen típusú tulajdonostól származó vagyont kezel, illetve, hogy milyen vállalati életszakasz finanszírozására specializálta tevékenységét. **Az eredmények azt mutatják, hogy az átvilágítás során ismét a céltársaság menedzsmentje kerül a középpontba, a befektetők ugyanis rendszeres jelleggel személyes találkozókat folytatnak a menedzsment tagjaival (4,61), referenciákat gyűjtenek róluk, és ha vannak, felkeresik a korábbi munkáltatókat is annak érdekében, hogy információkat szerezzenek a kulcsemberek előéletéről és szakmai tapasztalataikról (4,08).** Nagy jelentőséget kapnak a külső szakértők is, az ügylet szempontjából releváns szerződések és céges jogi dokumentumok alapos áttekintése végett a befektetők igénybe veszik független ügyvédi irodák szolgáltatásait (4,46), a pénzügyi, számviteli helyzet ellenőrzésére pedig független könyvvizsgálót vonnak be (4,15). Az átvilágítás természetesen kiegészül még adóügyi és technológiai átvilágítással is, utóbbira főleg akkor van szükség, ha valamilyen speciális területről vagy tevékenységről van szó. Az átvilágítás lényege, hogy a befektető részére a külső szakértők feltárják azokat a kockázatokat, melyek jelentősen érinthetik a befektető későbbi tulajdonosi pozícióját és ezért már a tranzakciós szerződés megkötése vagy a befektetési összeg folyósítása előtt szükséges kezelni őket. A szakértők munkájának koordinációja mellett a befektetők saját feltételezéseken alapuló pénzügyi előrejelzést is készítenek (4,00), megvizsgálják és azonosítják



a potenciális kiszállási útvonalakat (3,92), valamint felülvizsgálják, és ha kell, módosítják az eredetileg igényelt befektetési összeget (3,85) (11. táblázat). A befektetők ellenőrzik az üzleti terv megfelelő alátámasztottságát, nem feltétlenül elégednek meg a sokszor túlzottan optimista, a menedzsment csapat által felállított pénzügyi és megtérülési előrejelzésekkel, így a tervek felülvizsgálatára és korrekciójára gyakran sor kerül. Vizsgálják a műszaki megvalósíthatóságot, illetve további piaci elemzéseket készítenek vagy házon belül vagy ismét megbízott külső szakértő bevonásával.<sup>101</sup>

**11. táblázat: A legfontosabb tevékenységek a részletes átvilágítás során a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás teljes befektetői mintájára vonatkozóan**

#	Változó száma	A részletes átvilágítás egyes tevékenységeinek megnevezése	Átlag	Relatív szórás
1.	V30	Rendszeres személyes találkozók a menedzsmenttel.	4,62	14,09%
2.	V32	Független ügyvédi iroda szolgáltatásainak igénybevétele.	4,46	26,86%
3.	V33	Független könyvvizsgáló bevonása.	4,15	30,84%
4.	V31	Referenciák gyűjtése a menedzsmenttől, korábbi munkáltatók felkeresése.	4,08	23,40%
5.	V40	Saját feltételezéseken alapuló pénzügyi előrejelzés készítése.	4,00	28,87%
6.	V43	A potenciális kiszállási útvonalak azonosítása és vizsgálata.	3,92	16,33%
7.	V44	A szabadalmi védettség vagy megszerzhetőségének ellenőrzése.	3,92	32,01%
8.	V45	Az eredetileg igényelt befektetési összeg felülvizsgálata, módosítása.	3,85	23,37%

*Forrás:* saját kutatás

A részletes átvilágítás jellemző tevékenységeit illetően a felmérés ismét inkább a finanszírozásnál preferált vállalati életciklus kapcsán tárt fel sajátosságokat a különböző kockázattőke-befektetői csoportok között, szemben az eltérő tulajdonosi háttérrel.<sup>102</sup> Az állami befektetők esetében a szabadalmi védettség vagy a védettség megszerzhetőségének ellenőrzése nagy hangsúlyt kap (4,50), ami viszont ellentmond annak, hogy ugyanez a szempont az előszűrés során már nem volt ennyire fontos. Véleményem szerint az eltérés azzal magyarázható, hogy az állami befektetők nem zárkóznak el a hagyományos iparágakban működő vállalkozások finanszírozásától, emiatt az előszűrés során, ha olyan projekttel találkoznak, melynél egyedi technológiai fejlesztésről nincs szó, akkor a szabadalmi védettség kérdése nem releváns kritérium. Mivel azonban sor kerülhet innovatív projektek finanszírozására is, így az ilyen esetekben a részletes átvilágításnak az innováció jogi védettségének kérdéseire is ki kell terjednie. A projektben rejlő exit lehetőségek vizsgálata az állami befektetőknél sajátos módon jelenik meg, mivel a jellemző kiszállási mód a társtulajdonosoknak történő értékesítés, így a befektetők fontosnak tartják elemezni a vállalkozás cash flow-ját és vagyoni helyzetét. Ennek célja, hogy a befektető meg tudja ítélni vajon a vállalkozás pénzügyi erőforrásai fedezetet tudnak-e biztosítani egy későbbi kivásárlás megvalósítására. **Mivel az exitstratégia gyakorlatilag adott, így nem meglepő, hogy a másik két befektetői csoporthoz képest, az állami befektetők tulajdonítják a legkisebb jelentőséget az exit lehetőségek vizsgálatának.**<sup>103</sup> Együttműködési lehetőségeket nem keresnek a vizsgált cég és a portfólióban már bennlévő többi cég között (2,50), nem úgy, mint a hibrid tőkealap-kezelők, akiknél ez a

<sup>101</sup> A részletes átvilágítás során végrehajtott tevékenységekre adott átlagos skálaértékeket a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás teljes, csoportosítás nélküli befektetői mintájára vonatkozóan az 5. számú melléklet 2. táblázata mutatja.

<sup>102</sup> Az eltérő tulajdonosi háttér szerint csoportosított befektetők által, a részletes átvilágítás során végrehajtott tevékenységekre adott átlagos skálaértékeket a 6. számú melléklet 2. táblázata mutatja. Az állami tulajdonosi háttérű, a hibrid tőkealapokat kezelő és a magáneredetű forrásokat kihelyező befektetők legjellemzőbb átvilágítás során felmerülő tevékenységeit a 6. számú melléklet 9., 10. és 11. táblázata mutatja.

<sup>103</sup> Az állami befektetők átlagos skálaértéke erre vonatkozóan 3,5-nek, míg a hibrid és magáneredetű forrásokat kihelyező tőkealap-kezelőknek 4,0-nak felelt meg.

szempont, vagyis a portfólión belül elérhető potenciális szinergiák is befolyásolhatják a végső befektetői döntést (4,33).

A 2014-es felmérés alapján, a részletes átvilágítás során végrehajtott tevékenységek közül mindössze egyetlen olyan volt, melynek alapján az eltérő tulajdonosi háttér szerint elkülönített befektetői csoportok között a független hárommintás Kruskal-Wallis tesztek szignifikáns különbséget tártak fel. Ez az egy tevékenység az együttműködési lehetőségek keresése (V38) volt a már portfólióban lévő vállalkozásokkal (12. táblázat).<sup>104</sup>

**12. táblázat: Részletes átvilágítás során végrehajtott tevékenység, melynél szignifikáns különbség áll fenn az eltérő tulajdonosi háttérű kockázati-tőke-befektetők között\***

Változó száma	A részletes átvilágítás egyes tevékenységeinek megnevezése	H-statisztika és p-érték	Szign.
V38	Együttműködési lehetőségek keresése volt a már portfólióban lévő vállalkozásokkal	H = 4,78; p = 0,092	$\alpha < 10\%$

\*Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 2; mintaelemszám:  $N_{ST} = 2$ ,  $N_{JE} = 6$ ,  $N_{PR} = 5$ ; ahol ST = állami háttérű befektetők, JE = hibrid tőkealapokat kezelő befektetők, PR = magán eredetű forrásokat kihelyező befektetők

Forrás: Saját kutatás

**13. táblázat: A kétmintás Mann-Whitney-féle U-tesztek eredményei a részletes átvilágítás tevékenységei között található V38-as változóra vonatkozóan (befektetők csoportosítása eltérő tulajdonosi háttér szerint)\***

Változó száma	A részletes átvilágítás egyes tevékenységeinek megnevezése	$N_1$	$N_2$	U-stat.	p-érték
V38 <sup>†</sup>	Együttműködési lehetőségek keresése a már portfólióban lévő projektekkel.	JE	PR	5,000	0,057
V38	Együttműködési lehetőségek keresése a már portfólióban lévő projektekkel.	JE	ST	1,500	0,108
V38	Együttműködési lehetőségek keresése a már portfólióban lévő projektekkel.	PR	ST	3,500	0,539

\*Mann-Whitney-féle U-teszt; mintaelemszám:  $N_{ST} = 2$ ,  $N_{JE} = 6$ ,  $N_{PR} = 5$ ; ahol ST = állami háttérű befektetők, JE = hibrid tőkealapokat kezelő befektetők, PR = magán eredetű forrásokat kihelyező befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

Megjegyzés: mivel a mintaelemszám (k) 3, így a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő korrigált szignifikancia szint  $\alpha = 5\%$  esetén,  $\alpha / 3 = 0,05 / 3 = 0,0167$  (1,67%). A Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő szignifikancia szintet egyik p-érték sem teljesíti.

Forrás: Saját kutatás

**A lefuttatott kétmintás Mann-Whitney próbák végül a Jeremie alapokat különítették el a másik két befektetői csoporttól, igaz eltérő erősségi szint mellett.** A magántulajdonú forrásokat kihelyező alapokkal szemben a különbség 10% alatt szignifikáns volt, az állami háttérű befektetőkkel szemben viszont éppen csak meghaladta a 10%-os szintet. Tény, hogy a Jeremie alapok értékelték a legfontosabbnak ennek a tevékenységnek a szerepét (4,33), a másik két befektetői csoport jóval kisebb jelentőséget tulajdonított ennek (13. táblázat). **Az eredmények arra engednek következtetni, hogy a hibrid alapokat kezelő befektetők a befektetési lehetőségek értékelésekor sokkal inkább figyelembe veszik azt, hogy az új projekt biztosíthat-e valamekkora hozzáadott értéket a már meglévő portfólió cégeknek, vagyis az elérhető előnyök azonosítása nemcsak projekt, hanem az egész portfólió szintjén történik.** Potenciális szinergiák léphetnek fel például az azonos iparágban működő cégek között a kapacitások jobb kihasználásával, vagy az értékláncban egymáshoz kapcsolódó vállalatok között is a fogyasztók hatékonyabb kiszolgálásával. Ugyanez a motívum az állami befektetőknek

<sup>104</sup> Az eltérő tulajdonosi háttérű kockázati-tőke-befektetők esetében, a részletes átvilágítás során végrehajtott tevékenységeket jelölő változóra lefuttatott hárommintás Kruskal-Wallis-féle H-tesztek eredményeit a 8. számú melléklet 2. táblázata mutatja.

egyáltalán nem volt érdekes, ami talán azzal a törekvésükkel magyarázható, hogy finanszírozási tevékenységüket próbálják minél változatosabb iparágakban működő vállalkozásokra kiterjeszteni, így nem prioritás számukra az, hogy bizonyos portfóliócégek között együttműködés valósuljon meg.<sup>105</sup>

A részletes átvilágítás tevékenységeire lefuttatott klaszteranalízisek nem hoztak létre olyan klasztereket, melyekben csak az azonos tulajdonosi háttérrel rendelkező befektetők tömörültek volna. Összesen hét változót vontam be az elemzésbe, a klaszterek képzését pedig két vagy három változó bevonásával oldottam meg (10. számú melléklet 4. táblázata). A vizsgált változók köre tartalmazta az újonnan értékelt befektetési lehetőség, és a portfólióban lévő vállalkozások közötti együttműködési lehetőségek keresését is, de az eredmények a befektetők tulajdonosi háttere szempontjából vegyes összetételű klaszterek kialakulásához vezettek (10. számú melléklet 6. táblázata).

A részletes átvilágítás során, **a korai fázisú befektetők** (magvető és start-up) nem tulajdonítanak nagy jelentőséget a menedzsment csapat korábbi referenciáinak, tekintettel arra, hogy a korai szakaszban lévő projekteknél gyakran előfordul, hogy az alapítók saját maguk is még karrierjük elején állnak. **A szabadalmi védettség meglétének vagy megszerzhetőségének vizsgálata ugyanakkor kiemelkedően fontos**, hiszen a befektetők prioritásként kezelik a fejlesztett termék vagy technológia jogi védettségének biztosítását már a termék életciklusának elején. A külső szakértők természetesen itt is fontosak, de piaci elemzéseket és megtérülési kalkulációkat inkább saját maguk készítik a befektetők. Korai szakaszban **gyakran előfordul az eredetileg igényelt befektetési összeg felülvizsgálata** is, ami arra utal, hogy ebben a fázisban az alapítók vagy projektgazdák nehezen tudják jól megbecsülni a termékfejlesztés befejezéséhez, vagy az induláshoz, piaci bevezetéshez szükséges forrásigényt. Olyan is előfordulhat persze, hogy a projektet az alapítók túlárazzák, ilyenkor a realisabb projektérték és részesedési viszonyok meghatározásához még nagyobb jelentősége lesz a befektetők saját pénzügyi előrejelzéseinek. A vizsgált vállalkozás főbb vevőinek és szállítóinak felkeresése nem jellemző, mivel az életszakaszuk elején lévő cégek gyakran nem is rendelkeznek ilyen partnerekkel.<sup>106</sup>

**Az érett vállalati életszakaszt finanszírozó kockázatitőke-befektetők támaszkodnak leginkább a független könyvvizsgálók, ügyvédek és piaci-iparági elemzők munkáira**, a saját piaci értékelések és pénzügyi előrejelzések relevanciája közömbös. Nagy szerep jut a nemzetközi hálózattal rendelkező pénzügyi, számviteli, adó- és menedzsment tanácsadó cégeknek. Az (E) jelű tőkealap-kezelő gyakorlatában az is előfordul, hogy az átvilágítás során valamelyik másik, a tevékenység szempontjából releváns portfóliócég vezető szakemberével történik meg a projekt átvizsgálása, ami a megkérdezett szakember szerint a lehető legjobb módja a céltársaság alapos megismerésének. **A menedzsment tagjainak értékeléséhez nagyon fontosak a hozzájuk köthető referenciák bekérése és vizsgálata (4,33), a cég tevékenységének alapos megismerését pedig a vevők, szállítók és egyéb partnerek gyakori felkeresése is segíti (4,33). A potenciális kiszállási útvonalak vizsgálata és azonosítása ennél a befektetői csoportnál volt a legfontosabb (4,33), a megkérdezett szakemberek főleg a stratégiai partnereknek történő értékesítésben gondolkodnak.** Az érett vállalati életfázis preferenciája miatt a szabadalmi védettség rendelkezésre állásának ellenőrzése, vagy annak megszerzhetősége nem

<sup>105</sup> Azon részletes átvilágítás során végrehajtott tevékenységeket jelölő változókra lefuttatott páros Mann-Whitney-tesztek eredményeit, melyeknél a Kruskal-Wallis-féle H-tesztek szignifikáns különbséget jeleztek az eltérő tulajdonosi háttér szerint csoportosított kockázatitőke-befektetők almintái között a 8. számú melléklet 7. táblázata mutatja.

<sup>106</sup> A finanszírozásnál preferált eltérő vállalati életciklus szerint csoportosított befektetők által, a részletes átvilágítás során végrehajtott tevékenységekre adott átlagos skálaértékeket a 7. számú melléklet 2. táblázata mutatja. A magvető tőkealapokat kezelő, a start-up és az állami háttérű befektetők nélküli start-up befektetők, valamint az érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők által, a részletes átvilágítás során végrehajtott legfontosabb tevékenységeket a 7. számú melléklet 10., 11., 12. és 13. számú táblázatai mutatják.

képezi részét a részletes átvilágításnak (2,00), emellett pedig az új projekt által, a meglévő befektetési portfólió kockázatára gyakorolt hatás értékelésének sem tulajdonítanak nagy jelentőséget (2,33). A megkérdezett szakemberek szerint a befektetési portfólió diverzifikációja inkább földrajzi szempontból fontos, amire vonatkozóan a tőkealapok befektetési szabályzata ad iránymutatást. Egy új projekt és a meglévő portfóliócégek közötti együttműködési lehetőségek keresésének fontosságáról megoszlanak a vélemények, a (G) azonosítójú tőkealap-kezelő csak abból a szempontból mérlegeli ezt, hogy az új projektet érdemes lehet-e egyesíteni egy másik portfólióban lévő céggel, elősegítve ezzel a korábbi befektetés értéknövekedését („buy and build” stratégia). Ezzel szemben az (E) azonosítójú befektetőnél, ezeknek a potenciális együttműködési lehetőségeknek az értékelése, az ebből származó szinergiák feltárása is jellemző volt.

**14. táblázat: Részletes átvilágítás során végrehajtott tevékenységek, melyeknél szignifikáns különbség áll fenn a finanszírozásnál eltérő preferenciájú kockázati-tőke-befektetők között**

Változó száma	A részletes átvilágítás során végrehajtott tevékenység megnevezése	H-statisztika és p-érték	Szign.
V34 <sup>†</sup>	Külső szakértők felkérése piaci elemzések készítésére.	(H = 7,94) (p = 0,047)	( $\alpha < 5\%$ )
V37*	Az elérhető vagy már meglévő vevők, szállítók, partnerek felkeresése.	H = 5,21; p = 0,074	$\alpha < 10\%$
V44* <sup>†</sup>	A szabadalmi védettség vagy a védettség megszerezhetőségének ellenőrzése.	H = 8,57; (H = 8,65) p = 0,014; (p = 0,034)	$\alpha < 5\%$ ( $\alpha < 5\%$ )

\*Szignifikáns különbség áll fenn a preferált életciklus szerinti eredeti csoportosítás alapján; Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 2; mintaelemszám: N<sub>SE</sub> = 3, N<sub>SU</sub> = 7, N<sub>LS</sub> = 3; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU = start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők

<sup>†</sup> Szignifikáns különbség áll fenn a preferált életciklus szerinti korrigált csoportosítás alapján; Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 3; p, H és szignifikancia értékek zárójelben találhatóak; mintaelemszám: N<sub>SE</sub> = 3, N<sub>SU</sub> = 5, N<sub>LS</sub> = 3, N<sub>ST</sub> = 2; ahol ST = állami háttérű befektetők

Azoknál a változóknál, ahol mind a \*, mind a <sup>†</sup> szimbólumok megtalálhatók szignifikáns különbség áll fenn a preferált életciklus szerinti eredeti és korrigált csoportosítás szerint is.

*Forrás:* Saját kutatás

A befektetői csoportok közötti szignifikáns különbségek feltárása érdekében lefuttatott Kruskal-Wallis tesztek az eredeti, finanszírozásnál preferált vállalati életszakasz szerinti csoportosításnál két változó esetében utaltak szignifikáns különbségek fennállására (14. táblázat).<sup>107</sup> Az egyik változó az elérhető vagy már meglévő vevők, szállítók és egyéb partnerek felkeresése, a másik pedig a szabadalmi védettség vagy a védettség megszerezhetőségének ellenőrzése volt. **A vevői és szállítói partnerek vizsgálata (V37) esetében, a kétmintás Mann-Whitney tesztek a start-up és az érett vállalati életfázisra koncentrálnak kockázati-tőke-befektetők között tárt fel szignifikáns különbséget (15. táblázat).** A kutatás szerint ugyanis, ez a tevékenység a start-up befektetők részletes átvilágítási gyakorlata során fordult elő a legkevésbé, ami azzal magyarázható, hogy mivel a céltársaság itt még korai fázisban van, így nem biztos, hogy rendelkezésre állnak olyan stabil partnerségi kapcsolatok, melyeket fel lehetne használni a vállalkozás értékeléséhez. Ezzel szemben viszont az érett életfázist preferáló befektetőknek ez egy teljesen járható út a releváns információk megszerzéséhez, hiszen az általuk vizsgált cégek a szakmai múltjukból adódóan már valószínű, hogy felépítettek több erős, esetleg stratégiai partnerségi megállapodást. **A szabadalmi védettség (V44) esetében a kutatás sokkal egyértelműbb eredményt mutatott ki azáltal, hogy az érett életfázist preferáló tőkealapok szignifikánsan elkülönültek a másik két csoporttól, nyomatékosítva ezzel azt, hogy a forrást kereső vállalkozás által fejlesztett termék vagy szolgáltatás szabadalmi védettségének megléte**

<sup>107</sup> A finanszírozásnál eltérő vállalati életciklus preferenciával rendelkező befektetők esetében, az összes részletes átvilágítási tevékenységet jelölő változóra lefuttatott hárommintás Kruskal-Wallis-féle H-tesztek eredményeit a 9. számú melléklet 2. táblázata, a négymintás Kruskal-Wallis-féle H-tesztek eredményeit pedig a 9. számú melléklet 7. táblázata mutatja.

vagy elérhetősége a korai fázisban megvalósított befektetéseknél kritikus szempont, az érett életszakaszban viszont irreleváns. Kutatásom szerint, **egy magvető vagy start-up tőkealap számára a befektetési kockázat csökkentéséhez nélkülözhetetlen ennek a kérdésnek a tisztázása.**<sup>108</sup>

**15. táblázat: A kétmintás Mann-Whitney-féle U-tesztek szignifikáns eredményei a részletes átvilágítás tevékenységei között található V37-es és V44-es változókra vonatkozóan (befektetők csoportosítása preferált vállalati élelciklus szerint)\***

Változó száma	A részletes átvilágítás egyes tevékenységeinek megnevezése	N <sub>1</sub>	N <sub>2</sub>	U-stat.	p-érték
V37 <sup>††</sup>	Az elérhető vagy már meglévő vevők, szállítók, partnerek felkeresése.	SU	LS	1,000	0,023
V44 <sup>††</sup>	A szabadalmi védettség vagy a védettség megszerezhetőségének ellenőrzése.	SE	LS	0,000	0,025
V44 <sup>††</sup>	A szabadalmi védettség vagy a védettség megszerezhetőségének ellenőrzése.	SU	LS	0,000	<b>0,013<sup>φ</sup></b>

\*Mann-Whitney-féle U-teszt; mintaelemszám: N<sub>SE</sub> = 3, N<sub>SU</sub> = 6, N<sub>LS</sub> = 4; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU = start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett, a „††” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 5\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

Megjegyzés: mivel a mintaelemszám,  $k = 3$ , így a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő korrigált szignifikancia szint  $\alpha = 5\%$  esetén,  $\alpha / 3 = 0,05 / 3 = 0,0167$  (1,67%). A Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő szignifikancia szint alatti p-értékeket a „ $\phi$ ” karakter jelöli.

*Forrás:* Saját kutatás

Ugyanezt az eredményt erősítette meg a korrigált vállalati életszakasz alapján lefuttatott vizsgálat is, az először elvégzett Kruskal-Wallis tesztek ismét két változónál jeleztek szignifikáns különbséget, melyek közül az egyik ugyanúgy a szabadalmi védettség rendelkezésre állása (V44) volt.

A Mann-Whitney tesztek megint **az érett vállalati életszakaszban befektető tőkealapokat különböztették meg az összes többi másik befektetői csoporttól, beleértve az itt már külön csoportként kezelt állami háttérű befektetőket is (16. táblázat)**. Ez ismét igazolja, hogy az állami háttérű befektetők inkább a korai vállalati életszakasz finanszírozásához állnak közelebb, így a szabadalmi védettséggel kapcsolatos kérdéseknek nagyobb jelentőséget tulajdonítanak, mint a kivásárlási alapok. A korrigált vállalati életszakasz szerinti vizsgálat másik olyan változója, mely alapján a Kruskal-Wallis tesztek szignifikáns különbséget mutattak, a külső szakértők bevonásával megvalósított piaci elemzések elkészítése (V34) volt, melyet ugyanakkor kutatási szempontból nem tekintek releváns eredménynek (14. táblázat, illetve 9. számú melléklet 18. táblázata).

<sup>108</sup> Azon részletes átvilágítási tevékenységeket jelölő változókra lefuttatott páros Mann-Whitney-tesztek eredményeit, melyeknél a Kruskal-Wallis-féle H-tesztek szignifikáns különbséget jeleztek a finanszírozásnál eltérő vállalati élelciklus preferenciával rendelkező kockázattőke-befektetők almintái között a 9. számú melléklet 12. és 18. táblázatai mutatják, a befektetők finanszírozásnál preferált vállalati élelciklus szerinti eredeti és korrigált csoportosítása alapján.

**16. táblázat: A kétmintás Mann-Whitney-féle U-tesztek szignifikáns eredményei a részletes átvilágítás tevékenységei között található V44-es változóra vonatkozóan (befektetők korrigált csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Változó száma	A részletes átvilágítás egyes tevékenységeinek megnevezése	N <sub>1</sub>	N <sub>2</sub>	U-stat.	p-érték
V44 <sup>††</sup>	A szabadalmi védettség vagy megszerezhetőségének ellenőrzése.	SE	LS	0,000	0,025
V44 <sup>††</sup>	A szabadalmi védettség vagy megszerezhetőségének ellenőrzése.	SU2	LS	0,000	0,020
V44 <sup>†</sup>	A szabadalmi védettség vagy megszerezhetőségének ellenőrzése.	LS	ST	0,000	0,053

\*Mann-Whitney-féle U-teszt; mintaelemszám: N<sub>SE</sub> = 3, N<sub>SU2</sub> = 4, N<sub>LS</sub> = 4; N<sub>ST</sub> = 2; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU2 = állami háttérű befektetőket nem tartalmazó start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők, ST = állami háttérű befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett, a „††” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 5\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

Megjegyzés: mivel a mintaelemszám,  $k = 4$ , így a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő korrigált szignifikancia szint  $\alpha = 5\%$  esetén,  $\alpha / 4 = 0,05 / 4 = 0,0125$  (1,25%). Nem volt olyan p-érték, mely a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő szignifikancia szint alatt lett volna.

*Forrás:* Saját kutatás

A nemparaméteres próbák után elvégzett klaszteranalízisek ezúttal két változó esetében is értelmezhető eredményekhez vezettek a finanszírozás során preferált vállalati életciklus szempontjából.<sup>109</sup> **Az egyik változó a szabadalmi védettség vagy annak megszerezhetőségének ellenőrzése, míg a másik az eredetileg igényelt befektetési összeg felülvizsgálata és módosítása volt,** melyeket egy klasztervizsgálatba vontam be.<sup>110</sup> Egy kiugró érték kiszűrése után a vizsgálatot újrafuttattam mind a Ward, mind pedig a legtávolabbi szomszéd eljárással, majd a kapott klaszterek összetételét a K-közép eljárással is ellenőriztem. Végül, a K-közép eljárással elvégzett klaszteranalízis ugyanazt a három csoportot adta vissza eredményül, mint a hierarchikus Ward módszer, a három csoportból egy pedig csak **az érett vállalati életszakasz finanszírozására specializálódott befektetőket** tartalmazta. A vizsgálat alapján tehát, ezek a tőkealapok az említett két változó kapcsán **elkülönültek az összes többi másik befektetőtől és homogén csoportot alkottak.** Ennek további megerősítésére varianciaanalízist is végeztem, melyből kiderült, hogy a három klaszter elkülönítése indokoltnak tekinthető a két változó esetében, hiszen mindhárom klaszteren belül jelentősen csökkent a mintaelemek közötti szórás az alapállapothoz képest, amikor mindegyik mintaelem egy halmazban volt és nem történt meg a csoportokra bontásuk (*11. számú melléklet 21. táblázata*). Bár a nemparaméteres próbák nem utaltak szignifikáns különbségek meglétére az eredetileg igényelt befektetési összeg felülvizsgálata és módosítása terén, az adott válaszok alapján ez fordul elő a legkevésbé az érett vállalati életszakaszt preferáló befektetőknél (3,00), míg a korai fázisú és az állami háttérű befektetőknél ugyanez a részletes értékelés és átvilágítás egyik fontos mozzanata.

Kutatásom eredményei azt mutatják, hogy az átvilágítási folyamatot hasonló tevékenységek jellemzik, mint amilyenek a szakirodalomban is megtalálhatók. A menedzsmenttel folytatott interjúk, a külső szakértők bevonása, a projekt kulcsembereinek referenciái, a meglévő és potenciális szállítókkal és vevőkkel történő egyeztetések az átvilágítás mind olyan mozzanatai, melyek a szakirodalomban is visszaköszönek. Az átvilágítás típusai szintén egybevágnak, jogi,

<sup>109</sup> A befektetéseknél preferált vállalati életszakasz alapján azonosítandó homogén klaszterekhez először nyolc változót vontam be a részletes átvilágítással kapcsolatban feltett kérdéskörön belül úgy, hogy a K-közép eljárásnál háromnál több klasztert nem képeztem (*11. számú melléklet 4. táblázata*). Ezután, amikor azt feltételeztem, hogy az állami befektetők különálló csoportot alkotnak, újra lefuttattam a klaszteranalíziseket, ám ezúttal megengedtem, hogy a K-közép eljárásnál négy klaszter is létrejöhessen. A vizsgálatba tíz változó bevonására került sor (*11. számú melléklet 18. táblázata*). A lefuttatott klaszteranalízisek eredményeit a *11. számú melléklet 6. és 20. táblázatai* mutatják.

<sup>110</sup> A két változó között nem volt nagyon magas a korreláció, az együttható értéke mindössze 0,58 volt, mely közepes erősségű kapcsolatra utal.

pénzügyi, számviteli, adózási és speciális esetben technológiai területet egyaránt érintenek (Gladstone [1997], Sweeting [1991/a], Wright és Robbie [1996], Manigart et al. [1997], illetve Camp [2002]). Eredményeim azonban szorosan kapcsolódnak a szűrés során figyelembe vett projektértékelési kritériumok kapcsán tett megállapításaimhoz, melyekkel a szakirodalom kiegészíthető. Az állami háterű befektetők speciális finanszírozási modellje az átvilágítási szakaszban is megmutatkozik, hiszen a potenciális exit lehetőségek azonosításának kisebb a jelentősége, a hangsúly pedig a társtulajdonosok által, a befektetés futamidejének végén végrehajtandó kivásárlás megvalósíthatóságát befolyásoló pénzügyi tényezők vizsgálatára helyeződik. A korai fázisú befektetőknél a **szabadalom kérdése** ismét előtérbe került, vagyis ennek az értékelési szempontnak a jelentősége **végigkíséri a befektetési folyamatot, a szűréstől kezdve egészen az átvilágításig** (erősítve ezzel a H4-es hipotézis második felének megalapozottságát). Új vizsgálati pontként jelenik meg ugyanakkor **az igényelt befektetési összeg felülvizsgálata és módosítása**, melyre valószínűleg azért van szükség, mert a korai fázisban aktív befektetők – befektetési tapasztalatuknak köszönhetően – pontosabban meg tudják ítélni egy-egy induló fázisban lévő projekt befektetési igényét. Ezen kívül, **a korai fázisú ügyleteknél előfordulhat, hogy az igényelt befektetési összeg olyan kicsi, hogy annak kihelyezése a befektető számára már nem lenne hatékony**. Ilyenkor a befektető javasolhatja egy hosszabb növekedési pálya megfinanszírozását, melynek állomásait néhány mérföldkő kijelöléséhez köti. Ezáltal a befektető eléri a számára hatékony befektetési méretet, ha pedig a projektről mégis kiderül, hogy nem sikeres, a befektető leállíthatja a projekt finanszírozását a következő mérföldkőnél. A külső szakértők bevonása az átvilágítási folyamatba bár valóban fontos, azonban a korai fázisú befektetők bizonyos feladatokat inkább megoldanak házon belül, míg a kivásárlási alapok gyakorlatilag az átvilágítás minden mozzanatát külső szakértőkre bízzák. Ennek magyarázata véleményem szerint az, hogy **a korai fázisú ügyletek tranzakciós költsége a befektetett tőkére vetítve magasabb, mint a kivásárlási ügyleteknél, éppen ezért a két befektetői csoport közül, elsősorban az érett vállalati életfázist preferáló befektetőknek éri meg az egész átvilágítást kiszervezni**. A menedzsment és céltársaság értékelése a kivásárlási alapoknál igazodik az életciklushoz, a korábbi referenciák bekérése, valamint a vevők és szállítók felkeresése nagyobb hangsúlyt kap.

#### 4.2.3. Projektértékelési módszerek és a megtérülést befolyásoló tényezők

A 2014-es kutatásomban résztvevő kockázatitőke-befektetők több vállalatértékelési módszert is felhasználnak annak érdekében, hogy megbecsüljék az általuk vizsgált befektetési lehetőség piaci értékét. A Likert skálás kérdőív eredményei szerint a leggyakrabban alkalmazott módszer a relatív értékelési eljárás, melynek során a céltársaság értékének meghatározása egy választott piaci szorzószám és a céltársaság megfelelő pénzügyi adatának az összeszorozásával történik. A felhasznált piaci szorzószámtól függően, a relatív értékelésnek természetesen több altípusa is létezik, ám kutatásomban csak a két legismertebb, az ún. eredmény-alapú és a hasonló tranzakciók árazásán alapuló szorzószámú értékeléseket említettem meg. **A megkérdezett befektetők leginkább a jövőbeli EBIT-en vagy EBITDA-n alapuló szorzószám segítségével becsülik meg az általuk vizsgált vállalkozások értékét (4,38), az árfolyam-nyereség rátán és a múltbeli EBIT-en vagy EBITDA-n alapuló értékelés pedig kisebb jelentőségű (1,85 és 3,46)**. Általánosságban, a múltbeli tranzakciókon alapuló szorzószámú értékelés használata szintén kevésbé népszerű (3,31), ennél az értékelési eljárásnál a szorzószámot egy korábban megvalósított, hasonló profilú cég felvásárláskor érvényes értékének és ugyanezen cég megfelelő pénzügyi adatának a hányadosából nyerik, majd ezt szorozzák meg a céltársaság megfelelő pénzügyi adatával (17. táblázat). A módszer hátránya, hogy használatához széleskörű tranzakciós adatbázisra van szükség, az ilyen adatbázisok előfizetési díja viszont igen magas, illetve nehéz olyan nyilvános árazású tranzakciót találni, melynél a céltársaság valóban hasonlít az értékelt vállalkozáshoz. **A második leggyakrabban alkalmazott projektértékelési módszer a diszkontált cash flow (DCF) alapú értékelés (4,00), mely az adott céltársaság működéséből**

származó jövőbeli szabad pénzáramok jelenre diszkontált összesített értékéből vezeti le a vállalkozás cég- és tőkeértékét. A módszer előnye, hogy a vállalkozás működésére koncentrálnak, az alapjául szolgáló üzleti terv pedig segítheti a befektetőket az ügylet monitoringjában. Lehetőséget biztosít az alaposabb vizsgálatra is, az értékelés ugyanis elkészíthető több forgatókönyv felállításával, illetve érzékenységvizsgálatok lefuttatásával is. Hátránya viszont, hogy időigényesebb és bonyolult, főleg a relatív értékeléshez képest, melynél viszonylag kevés inputparaméter megadása szükséges. A statikus eljárások közé tartozó eszközértékelés népszerűsége alacsony, mind a könyv szerinti, mind az eszközök pótlási költségén alapuló értékelést ritkán használják a mintában szereplő befektetők (1,85 és 1,38).<sup>111</sup>

**17. táblázat: A legfontosabb projektértékelési módszerek a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás teljes befektetői mintájára vonatkozóan**

#	Változó száma	A projektek értékeléséhez használt módszer megnevezése	Átlag	Relatív szórás
1.	V51	Jövőbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	4,38	25,56%
2.	V47	Diszkontált cash flow alapú értékelési modellek	4,00	28,87%
3.	V52	Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	3,46	36,57%
4.	V54	Egy közelmúltbeli, hasonló tranzakció során alkalmazott érték felhasználása	3,31	31,19%

*Forrás:* saját kutatás

Ami a befektetésektől elvárt megtérülést meghatározó tényezőket illeti, az általam megkérdezett befektetők a kérdőívben felsorolt szempontok közül nem emeltek ki egyetlen olyan tényezőt sem, mely a többihez képest kimagaslóan domináns jelentőségű lenne. Közel azonos súlya volt a projekt szakágazati hovatartozásának (4,00), a befektetés várható futamidejének (3,92), a projekt életszakaszának (3,85), illetve a kockázati tőke-ágazatra jellemző átlagos megtérülési ráta aktuális szintjének (3,69). A tervezett exit módja is befolyásoló faktor volt (3,46), a visszajelzések szerint, a vállalt kockázathoz képest a stratégiai partnernek történő értékesítés vagy a tőzsdei bevezetés rejti magában a legnagyobb hozampotenciált (18. táblázat).

**18. táblázat: A projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló legfontosabb tényezők a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás teljes befektetői mintájára vonatkozóan**

#	Változó száma	A projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők megnevezése	Átlag	Relatív szórás
1.	V64	A projekt szakágazati hovatartozása	4,00	17,68%
2.	V58	A befektetés várható futamideje	3,92	21,98%
3.	V61	A projekt életszakasza	3,85	27,77%
4.	V62	A kockázati tőke-ágazatra jellemző átlagos megtérülési ráta (nemzetközi)	3,69	27,94%
5.	V65	A tervezett exit módja	3,46	34,62%

*Forrás:* saját kutatás

Általánosan fogalmazva, a befektetésektől elvárt hozamot a vállalt kockázat mértéke határozza meg, ennek összetételét viszont nagyon sok tényező befolyásolja. A fenti szempontokon kívül ezek közé tartozhatnak még a menedzsment, az üzleti terv alapján várható pénz- és eredménytermelő képesség, ország- és iparági kockázat, valamint az iparág szezonális működéséből adódó kockázati tényezők. A legkevésbé fontos tényező az aktuális banki referenciakamatok szintje (2,69) és a tranzakció megvalósítása érdekében ráfordított idő és

<sup>111</sup> A projektek értékeléséhez használt módszerekre adott átlagos skálaértékeket a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás teljes, csoportosítás nélküli befektetői mintájára vonatkozóan az 5. számú melléklet, 3. táblázata mutatja.



munka mennyisége, illetve az ügylettel kapcsolatban felmerülő egyéb költségek nagysága volt (2,31).<sup>112</sup>

Az eltérő tulajdonosi háttérű kockázattőke-befektetők projektértékelési gyakorlatának vizsgálatából az derült ki, hogy az állami érdekeltségű forrásokat kihelyező tőkealapok legfőképpen a diszkontált cash flow alapú értékelési módszerrel állapítják meg a céltársaságok becsült piaci értékét (5,00), de emellett elvégzik számításaikat a jövőbeli vagy a múltbeli EV/EBIT vagy EV/EBITDA alapú szorzószámok értékelésekkel is (4,50).<sup>113</sup> Nem használják a múltbeli tranzakciók árazásán alapuló értékelési módszert (2,50), ugyanakkor az eszközalapú értékelésnek nagyobb jelentőséget tulajdonítanak, mint a hibrid tőkealap-kezelők vagy a magáneredetű forrásokat kihelyező befektetők. Ugyanez a két befektetői csoport inkább a céltársaság jövőbeli eredményein alapuló szorzószámok alapján becsülik meg az értéket (4,17 és 4,60), a DCF módszert pedig kevésbé alkalmazzák (3,83 és 3,80). Ami a befektetések hozamelvárását illeti, az állami háttérű befektetők sokkal kisebb mozgásteret engednek maguknak a hozamfeltételek kikötése során, mint a másik két befektetői csoport. Ez azt jelenti, hogy bár figyelembe vesznek bizonyos befolyásoló tényezőket, **a befektetési ügyletek árazásánál mégis előre meghatározott hozamfelárat alkalmaznak** (4,50).<sup>114</sup> Az (A) azonosítójú állami tőkealap például, az Európai Bizottság által minden év elején közzétett EU referencia kamatot tekinti a hozamszámítás alapjának, melyre 400 bázispontos hozamfelárat számít fel. Ez azt jelenti, hogy a 2017 novemberében érvényes 0,25%-os EU referenciakamat mellett<sup>115</sup>, a befektető éves hozamelvárása a befektetett tőke visszafizetésén felül igen kedvező, mindössze 4,37%-nak felel meg. Az ST08-2-es számú tőkealap az öt éves lejáratú magyar államkötvények referenciahozamát tekinti bázisnak, melyre kockázattól függő 3-16%-os felárat számít. A felár mértékét befolyásolja, hogy a finanszírozás mögé a céltársaság milyen fedezeteket tud felajánlani. Az ST08-3-as azonosítójú állami befektetési társaság, a befektetési periódus előre deklarált 3 vagy 5 éves hosszától függően a 6 vagy 12 hónapos budapesti bankközi referenciakamat (BUBOR) szintjéhez köti az árazását, melyhez 4,5%-os felárat ad hozzá. Az árazás érdekessége, hogy a hozam megállapítása egy objektív minősítési rendszer alapján történik, mellyel a jövedelmezőségi és eszköz-ellátottsági adatokra támaszkodva megfelelő minősítési kategóriába sorolják be a céltársaságot. **A Jeremie alapok és a magáneredetű forrásokat kihelyező befektetők ezzel szemben nem alkalmaznak előre megállapított hozamfelárat (3,33 és 2,20), sőt a sztenderd hozamelvárás sem jellemző egyikükre sem, ehelyett mindkettőjüknél előfordul a projektenként változó hozamelvárás kialakítása.** Kivételt egyedül a (K) azonosítójú alapkezelő jelent, melynél a hozamelvárás kamatos kamatozással évi 22%-nak felel meg, és lehetőség szerint az általa birtokolt részesedés eredeti tulajdonosok általi visszavásárlásával realizál. A (J) azonosítójú hibrid alapkezelő 25% körüli éves hozamelvárásról számolt be, mely ugyanakkor nem minősül kötött, minden projektre egységesen alkalmazandó hozamszintnek. **A tisztán magántőkét kezelő befektetőknél az elvárt hozamot főleg a tervezett exit módja szabályozza** (4,00), ami a megkérdezett szakemberek szerint általában szakmai vevőknek történő értékesítés formájában valósul meg. Nem sokkal marad el ettől a befektetési ügylet mérete sem (3,80), mely ugyanakkor a másik két

<sup>112</sup> A projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezőkre adott átlagos skálaértékeket a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás teljes, csoportosítás nélküli befektetői mintájára vonatkozóan a 6. számú melléklet 4. táblázata mutatja.

<sup>113</sup> Az eltérő tulajdonosi háttér szerint csoportosított befektetők által, a projektek értékeléséhez használt módszerekre, valamint a projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezőkre adott átlagos skálaértékeket a 6. számú melléklet 3.-4. táblázata mutatják. Az állami háttérű, a hibrid tőkealapokat kezelő és a magáneredetű forrásokat kihelyező befektetők legfontosabb projektértékelési módszereit a 6. számú melléklet 12., 14. és 16. táblázata mutatják.

<sup>114</sup> Az állami háttérű, a hibrid tőkealapokat kezelő és a magáneredetű forrásokat kihelyező befektetők szerint, a projekttől elvárt megtérülési rátát legjobban befolyásoló tényezőket a 6. számú melléklet 13., 15. és 17. táblázata mutatják.

<sup>115</sup> EU referenciakamat forrása: EC (2017).

befektetői csoportnál nem ennyire fontos tényező. A hozamelvárás szintje nem egységes a magánbefektetőknél, mivel a finanszírozásnál preferált vállalati életszakasz szempontjából heterogén csoportot alkotnak.

A projektek értékeléséhez használt eljárások és az elvárt hozamot meghatározó tényezők szempontjából, a Likert-skálás kérdőív skálaértékeire lefuttatott Kruskal-Wallis tesztek nem utaltak szignifikáns különbségek fennállására az eltérő tulajdonosi háttérrel rendelkező kockázatitőke-befektetők között.<sup>116</sup> Egyetlen olyan változó sem volt egyik csoportban sem, ahol a szignifikanciaszint alatta maradt a 10%-os határértéknek, bár a hozamelvárást befolyásoló tényezők közül az előre megállapított hozamfelárra és a befektetési ügylet méretére elvégzett nemparaméteres próbák eredményei megközelítették a 10%-os szintet, ami nem meglepő, mert e két tényező esetében a válaszok közötti szórás is nagyobb mértékű volt. Hasonlóan, a befektetői mintára elvégzett klaszteranalízisek sem vezettek értelmezhető eredményekre, mivel egyik változócsoporthoz sem jöttek létre a kezelt források tulajdonosi háttére szempontjából homogén befektetői klaszterek. A projektek értékeléséhez használt módszerek esetében négy változót, míg a befektetésektől elvárt hozamot befolyásoló tényezők esetében szintén négy változót vontam be a klaszterelemzésbe. A változók kiválasztása ismét kutatói döntésen, illetve az egyes változókra adott skálaértékek közötti szórás alapján történt (*10. számú melléklet 7. és 10. táblázatai*). A befektetői kategóriák közötti szignifikáns különbségekre inkább a finanszírozásnál preferált vállalati életszakasz szerinti befektetői csoportosítás mutatott rá.<sup>117</sup>

A korai fázisú befektetők körében nincs teljes egyetértés arra vonatkozóan, hogy melyik módszerrel állapítják meg elsősorban a vizsgált vállalkozások, projektek értékét. A magvető tőkealapok leginkább a diszkontált cash flow alapú értékelésre támaszkodnak (5,00), a jövőbeli EBIT-en vagy EBITDA-n alapuló szorzószámú értékelés (3,67), valamint a hasonló típusú, múltbeli befektetési tranzakciók árazására épülő relatív értékelés (3,67) ugyanakkor nem ennyire fontos.<sup>118</sup> A **(K)** azonosítójú magvető alap ezt azzal magyarázza, hogy bár használnák a relatív módszert, de mivel nincs elegendő számú olyan cég, mely működési és kockázati profilban valóban teljesen összehasonlítható lenne a céltársasággal, így az értékelést inkább DCF alapon végzik el. Ezzel szemben a start-up befektetők inkább a relatív értékelést preferálják, ezen belül pedig a jövőbeli és a múltbeli EBITDA-n vagy EBIT-en alapuló árazást egyaránt fontosnak tartják (4,60 és 4,00). A múltbeli hasonló tranzakción alapuló szorzószámú értékelés nem kap ekkora jelentőséget (3,20), ahogy a DCF módszer alkalmazása sem (3,40).<sup>119</sup> Az egymásnak ellentmondó eredmények véleményem szerint azzal magyarázhatók, hogy korai fázisban lévő projekteknél mind a relatív, mind a DCF módszerrel rendkívül nehéz megbízható értékelést végezni, mivel az értékeléshez szükséges bemeneti paraméterek többsége vagy nem áll rendelkezésre, vagy becslésük nagyon bizonytalan. **Valószínű tehát, hogy a befektetők mindkét módszer szerint megvizsgálják az értéket, a hangsúlyt azonban arra az eljárásra helyezik, melyet belső döntési gyakorlatuk szerint a leginkább elfogadnak.**<sup>120</sup> A magvető alapok azért preferálhatják a DCF módszert, mert esetükben a projektfejlesztéssel járó költségek

<sup>116</sup> Az összes projekértékelési módszert, valamint a projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezőt jelölő változóra lefuttatott hárommintás Kruskal-Wallis-féle H-tesztek eredményeit a *8. számú melléklet 3.-4. táblázatai* mutatják (befektetők csoportosítása tulajdonosi háttér szerint).

<sup>117</sup> A projektek értékeléséhez használt módszerekre lefuttatott klaszteranalízisek eredményeit a *10. számú melléklet 9. táblázata*, míg a projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezőket a *10. számú melléklet 12. táblázata* mutatja.

<sup>118</sup> A finanszírozásnál preferált eltérő vállalati életciklus szerinti csoportosított befektetők által, a projektek értékeléséhez használt módszerekre, valamint a projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezőkre adott átlagos skálaértékeket a *7. számú melléklet 3.-4. táblázatai* mutatják.

<sup>119</sup> A hivatkozott skálaértékek a befektetők korrigált életciklus szerinti csoportosításából származnak, melynél az állami háttérű befektetőket nem vontam össze a start-up befektetőkkel.

<sup>120</sup> Több megkérdezett start-up befektető például az eredmény valahányszorosában fejezi ki megtérülési követelményét, így az értékelés során is ezt a megközelítést érvényesítik.

azok, melyek elsősorban adottak rövidtávon, így ezek előrejelzésével a befektetők meg tudják állapítani a projekt költségalapú jelenértékét. A start-up projekteknél viszont már több publikus tranzakció árazási szorzószám érhető el, az üzleti terv pedig a várható eredményességre is előrejelzést ad. Ezekkel az inputokkal lehetővé válik a gyorsabb relatív értékelés alkalmazása a DCF helyett.<sup>121</sup>

**Az érett vállalati életszakasz finanszírozására specializálódott kockázatitőke-befektetők egyértelműen a relatív értékelést, azon belül is az eredményalapú szorzószámok alapján elvégzett vállalatértékelést használják befektetési tevékenységük során (4,67).** A diszkontált cash flow alapú értékelés jelentősége ennél a befektetői csoportnál a legkisebb (3,33), ami arra utal, hogy ezek a befektetők sokkal nagyobb megbízhatósággal tudják használni a relatív értékelés módszertanát, mint társaik. Ennél a preferált vállalati méretnél ugyanis könnyebb találni olyan hasonlóknak tekinthető, tőzsdén jegyzett cégeket, vagy vállalatfelvásárlási-befektetési tranzakciókat, melyek árazását valóban érdemes alapul venni a céltársaság piaci értékének megbecsüléséhez. A relatív értékelés során, a kivásárlási alapok általában a tevékenységi profil, a földrajzi térség, az árbevétel vagy eredmény alapján megítélhető vállalati méret, valamint a zártkörű tulajdonosi kör alapján határozzák meg a hasonló cégek mintáját. A merítési bázis ugyanakkor szélesebb, mint a korai fázisú ügyleteknél, javítva ezzel az értékelés megalapozottságát.<sup>122</sup>

Hasonlóan a projektek értékelésénél használt módszerekhez, a projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők tekintetében sem mutatnak egységes képet a korai fázisú befektetők. A megvető tőkealapok számára a legfontosabb befolyásoló tényező a befektetés várható futamideje (4,67), az összes többi szempontnak ehhez képest sokkal kisebb jelentősége van. A start-up befektetőknél ugyanez a tényező 4,00-es átlagos skálaértéket kapott, viszont a projekt szakágazati hovatartozását fontosabbnak ítélték (4,60). A kockázatitőke-ágazatra jellemző átlagos megtérülési ráta aktuális szintje mindkét befektetői csoportnál azonos súlyt kapott (4,00). Az eredmények tehát összefüggnek az alfejezet elején tett megállapításaimmal, miszerint nem lehet egyértelműen kiragadni egy-egy olyan tényezőt, mely egyértelműen meghatározná a nem állami háttérű befektetők hozamelvárását. A korai fázisú befektetők fontosnak tartják az iparágra jellemző átlagos hozamszintek figyelését, ugyanis ezek az átlaghozamok egyfajta viszonyítási alapként szolgálnak saját hozamelvárásuk meghatározásához. Véleményem szerint, **a befektetés futamideje a korai fázisú ügyleteknél nagyon fontos kockázati tényező**, hiszen ezeknél a projekteknél sokkal nehezebb megbecsülni azt, hogy a befektetőnek mennyi ideig kell a céltársaságban maradnia annak érdekében, hogy az elvárt megtérülést el tudja érni. **Nehéz továbbá megmondani azt is, hogy hány finanszírozási kört kell a vállalkozás részére biztosítani** ahhoz, hogy mérete alkalmassá tegye egy megfelelő hozamot generáló exit megvalósításához. **A szakágazat szintén döntő szempont lehet, hiszen minden iparágnak saját kockázati profilja van**, melyeket a befektetőknek ismerniük kell hozamelvárásuk megállapításához. Az sem mindegy, hogy a céltársaság rendelkezik-e értékelhető múlttal, illetve, hogy a terméket vagy szolgáltatást tesztelték-e már a piacon, ám a magvető és start-up ügyleteknél értékelhető múlt általában nincsen. Az említett szempontok szerint tehát **a korai fázisú befektetőket nem differenciálnám, viszont az ebben a fázisban megvalósított ügyletektől – a magasabb kockázati szint miatt – nagyobb hozamelvárásra számítok, mint a stabilabb cégeket finanszírozó kivásárlási alapok.**<sup>123</sup>

<sup>121</sup> A magvető tőkealapokat kezelő befektetők leggyakrabban használt projektértékelési módszereit a 7. számú melléklet 14. táblázata mutatja. A start-up befektetők és az állami befektetők nélküli start-up befektetők leggyakrabban használt projektértékelési módszereit a 7. számú melléklet 15. és 17. táblázatai mutatják.

<sup>122</sup> Az érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők leggyakrabban használt projektértékelési módszereit a 7. számú melléklet 20. táblázata mutatja.

<sup>123</sup> A magvető tőkealapokat kezelő befektetőknél a projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló legfontosabb tényezőket a 7. számú melléklet 15. táblázata mutatja. A start-up befektetők és az állami befektetők nélküli start-up

A kivásárlási alapok esetében a megtérülési rátát befolyásoló tényezők közül nem emelkedik ki egyik faktor sem, az aktuális makrogazdasági állapot, a befektetési tranzakció mérete és a tervezett exit módja ugyanakkora jelentőséggel bír (3,67). Ezután következik a projekt szakágazati hovatarozása (3,33), a befektetés várható futamideje és a kockázatitőke-ágazatra jellemző átlagos megtérülési ráta (3,00). A (G) jelű tőkealap-kezelő arra törekszik, hogy legalább a befektetett tőke 2,5-szerese jöjjön vissza a projektekből, míg az (E) azonosítójú tőkealap legalább egyszeres mértékű megtérülést vár el úgy, hogy a megtérülési ráta referenciaszintje a projekt/vállalkozás tőkeszerkezetére jellemző vállalati súlyozott átlagos tőkeköltség. A befektetők továbbá projektenként differenciált hozamokat várnak el, realizálásukat pedig jellemzően a szakmai befektetőknek történő értékesítéstől remélik.<sup>124</sup>

**19. táblázat: A 2008-as és a 2014-es felmérésekben szereplő kockázatitőke-befektetők hozamelvárásai a befektetők tulajdonosi háttére és életciklus preferenciája szerint**

Megnevezés		Életciklus preferencia			
		Magvető szakasz	Start-up szakasz	Érett szakasz	Állami befektetők
Tulajdonosi háttér	Magánháttérű befektetők	C: Befektetett tőke 8-10-szerese	PR08-3 és -4: 20-35% D: 35-40%	PR08-2 és -5: 30% PR08-1: min. 13-20% PR08-6, E: 20-25% PR08-7, F: min. 20% G: min. 25%	
	Hibrid tőkealap-kezelők	K: 22%	I és J: 25%		
	Állami háttérű befektetők				A: EU ref. kamat + 0,25% ST08-2 és B: 5 éves HU államkötvény + 3-16% ST08-3: BUBOR + 4,5% ST08-1: 15-25%

*Forrás:* saját kutatás

A felmérésben résztvevő befektetők által támasztott hozamelvárások összefoglalását a 19. táblázat mutatja. Bár a korai fázis finanszírozásával foglalkozó befektetők közül relatíve kevés megkérdezett közölt konkrét hozamadatokat, a rendelkezésre álló hozaminformációk alapján ugyanakkor feltételezhető, hogy **a korai fázisú befektetők hozamelvárása valóban magasabb, mint a kivásárlási alapoké, ami a finanszírozott életszakaszban rejlő nagyfokú bizonytalansággal függhet össze.** Extrém esetnek számít a (C) azonosítójú magánháttérű magvető tőkealap, mely a befektetett tőke 8-10-szeresét várja el megtérülésként. A korai életszakaszon belül, a tulajdonosi háttérrel tekintve **a magáneredetű forrásokat kihelyező befektetők magasabb hozamot várnak el, mint a hibrid tőkealap-kezelők,** melynek magyarázata véleményem szerint a Jeremie program feltételeivel függ össze. Egyrészt, a kezelt alapok forrásának nagy része közösségi és kormányzati eredetű, ami miatt a befektetők csak kisebb részben kockáztatnak tisztán magáneredetű forrást. Másfelől a program, ösztönzési célból a magánbefektetők javára hozameltérítést, illetve a veszteségek nagyobb részének állami befektetők általi átvállalását biztosítja, tovább csökkentve ezzel a magánbefektetők által vállalt kockázatot. A két hatás együttes eredménye a hibrid tőkealap-kezelők alacsonyabb hozamelvárásában csapódik le. **A kivásárlási alapok hozamelvárása inkább a 20-30%-os tartományban mozog, a tényleges hozamkövetelményt ugyanakkor befolyásolja a biztosított tőke típusa is,** mezzanine jellegű, hibrid finanszírozásnál például 20% alatti hozamigény is előfordulhat. **Megfigyelhető továbbá az állami háttérű befektetők sajátos**

befektetők esetében, a projektektől elvárt megtérülési rátát befolyásoló legfontosabb tényezőket a 7. számú melléklet 16. és 18. táblázatai mutatják.

<sup>124</sup> Az érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők szerint, a projektektől elvárt megtérülési rátát befolyásoló legfontosabb tényezőket a 7. számú melléklet 21. táblázata mutatja.

árzási modellje, melynél a hozam alapját valamilyen referenciakamat vagy –hozam jelenti, és ehhez adódik hozzá egy felár, melynek mértéke a projekt kockázatosságának megítélésétől függ. A befektetők több kockázati kategóriát is elkülönítenek, melyek mindegyikéhez hozzárendelnek egy-egy adott nagyságú hozamfelarat, így sokszor a hozamelvárás felár komponense is előre meghatározottnak tekinthető. A céltársaság kockázati besorolásának megállapítása egyfajta minősítésként is felfogható, ami miatt az állami befektetők hozamkalkulációja inkább a hitelező bankok árási rendszerére hasonlít. A hozamelvárás konkrét mértéke ugyanakkor meglehetősen alacsony, jellemzően évi 20% alatti, mely alól csak az ST08-1-es azonosítójú befektető jelent kivételt. Az alacsony hozamelvárás nincs összhangban az állami befektetők korai növekedési fázist preferáló finanszírozási stratégiájával, mely a hasonló fókuszú hibrid tőkealap-kezelők és magánbefektetők oldaláról magasabb hozamelvárást indokolna.

**20. táblázat: Projektértékelési módszerek és a projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők, melyeknél szignifikáns különbség áll fenn a finanszírozásnál eltérő preferenciájú kockázattőke-befektetők között**

Változó száma	A projektek értékeléséhez használt módszerek és a projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők megnevezése	H-statisztika és p-érték	Szign.
V47 <sup>†</sup>	Diszkontált cash flow alapú értékelési modellek	(H = 7,48) (p = 0,058)	( $\alpha < 10\%$ )
V52* <sup>†</sup>	Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámok értékelés	H = 7,19; (H = 7,49) p = 0,027; (p = 0,058)	$\alpha < 5\%$ ( $\alpha < 10\%$ )
V53*	Árfolyam/nyereség (P/E) rátán alapuló szorzószámok értékelés	H = 5,38; p = 0,068	$\alpha < 10\%$
V58*	A befektetés várható futamideje	H = 5,55; p = 0,062	$\alpha < 10\%$
V64* <sup>†</sup>	A projekt szakágazati hovatartozása	H = 5,91; (H = 6,93) p = 0,052; (p = 0,074)	$\alpha < 10\%$ ( $\alpha < 10\%$ )

\*Szignifikáns különbség áll fenn a preferált életciklus szerinti eredeti csoportosítás alapján; Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 2; mintaelemszám: N<sub>SE</sub> = 3, N<sub>SU</sub> = 7, N<sub>LS</sub> = 3; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU = start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők

<sup>†</sup> Szignifikáns különbség áll fenn a preferált életciklus szerinti korrigált csoportosítás alapján; Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 3; p, H és szignifikancia értékek zárójelben található; mintaelemszám: N<sub>SE</sub> = 3, N<sub>SU</sub> = 5, N<sub>LS</sub> = 3, N<sub>ST</sub> = 2; ahol ST = állami háttérű befektetők

Azoknál a változóknál, ahol mind a \*, mind a <sup>†</sup> szimbólumok megtalálhatók szignifikáns különbség áll fenn a preferált életciklus szerinti eredeti és korrigált csoportosítás szerint is.

*Forrás:* Saját kutatás

A tulajdonosi háttérrel ellentétben, a finanszírozásnál preferált vállalati életciklus alapján csoportosított befektetők között, a Kruskal-Wallis tesztek szignifikáns különbségeket tártak fel mind a projektértékelési módszerek, mind pedig az elvárt megtérülést befolyásoló tényezők kapcsán. Ami az alkalmazott értékelési eljárásokat illeti, a befektetők preferált életszakasz szerinti eredeti csoportosításánál a hárommintás nemparaméteres próbák a múltbeli EBITDA-n vagy EBIT-en, valamint a P/E rátán alapuló értékelési eljárásoknál jeleztek szignifikáns különbségeket az eltérő befektetői csoportok között. A befektetők korrigált életciklus szerinti csoportosításánál, amikor az állami háttérű befektetőket külön kezeltem, a négymintás Kruskal-Wallis tesztek szintén a múltbeli EBITDA-n vagy EBIT-en alapuló szorzószámok értékelésénél, illetve a DCF értékelésénél jeleztek szignifikáns különbséget a befektetők között, de megemlíthető, hogy a P/E rátán alapuló értékelés változója esetén is majdnem igazolódott újra a szignifikáns eltérés, igaz csak 10% körüli szinten (20. táblázat).<sup>125</sup>

<sup>125</sup> A finanszírozásnál eltérő vállalati életciklus preferenciával rendelkező befektetők esetében, az összes projektértékelési módszert és az elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezőket jelölő változóra lefuttatott hárommintás Kruskal-Wallis-féle H-tesztek eredményeit a 9. számú melléklet 3.-4. táblázatai, a négymintás Kruskal-Wallis-féle H-tesztek eredményeit pedig a 9. számú melléklet 8.-9. táblázatai mutatják.

A múltbeli EBITDA-n vagy EBIT-en alapuló szorzószámú értékelés (V52) esetében, a kétmintás Mann-Whitney próbák szerint, a **magvető tőkealapok** különültek el szignifikánsan a start-up befektetőktől, a kivásárlási alapoktól, majd az állami háttérű befektetőktől is. A Likert-skálás kérdőív eredményeiből kiderült, hogy a magvető szakaszra koncentrált befektetők sokkal kevésbé alkalmazzák ezt az értékelési eljárást a projektek vizsgálatakor, ami azzal magyarázható, hogy **döntően olyan projektekkel találkoznak, ahol gyakran még a vállalkozás megalapítása sem történt meg, vagy ha mégis, akkor az nem rendelkezik értékelhető múlttal vagy eredményességgel.** Éppen ezért a múltbeli adatokra alapozott értékelési eljárások nem lehetnek relevánsak. Ami az árfolyam-nyereség rátával történő relatív értékelést (V53) illeti, a Mann-Whitney tesztek csak a magvető és az érett vállalati életfázisban befektető tőkealapok között tártak fel szignifikáns különbséget, jóllehet az utóbbi befektetői csoport majdnem elkülönült a start-up befektetőktől is. A csoportok közötti különbség oka, hogy a P/E rátán alapuló értékelést inkább az érett vállalati életszakaszt preferáló kockázatitőke-befektetők alkalmazzák, mivel az általuk vizsgált céltársaságok már elérték azt a méretet, mely alkalmassá teheti őket arra, hogy értéküket a tőzsdei cégeknél használatos P/E ráta alapján becsüljék meg. Az alkalmasság itt azt jelenti, az adott értékelni kívánt magáncégről elmondható, hogy tevékenységében és működési profiljában összehasonlítható az értékelés benchmark cégeinek tekintett tőzsdei vállalatokkal (21.-22. táblázatok).<sup>126</sup>

**21. táblázat: A kétmintás Mann-Whitney-féle U-tesztek szignifikáns eredményei a projektek értékeléséhez használt módszerek között található V52-es és V53-as változókra vonatkozóan (befektetők csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Változó száma	A projekt értékeléséhez használt módszer megnevezése	N <sub>1</sub>	N <sub>2</sub>	U-stat.	p-érték
V52 <sup>††</sup>	Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	SE	SU	0,000	<b>0,014<sup>φ</sup></b>
V52 <sup>††</sup>	Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	SE	LS	0,000	0,043
V53 <sup>††</sup>	Árfolyam/nyereség (P/E) rátán alapuló szorzószámú értékelés	SE	LS	0,000	0,034

\*Mann-Whitney-féle U-teszt; mintaelemszám: N<sub>SE</sub> = 3, N<sub>SU</sub> = 6, N<sub>LS</sub> = 4; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU = start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők. A „††” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 5\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

Megjegyzés: mivel a mintaelemszám,  $k = 3$ , így a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő korrigált szignifikancia szint  $\alpha = 5\%$  esetén,  $\alpha / 3 = 0,05 / 3 = 0,0167$  (1,67%). A Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő szignifikancia szint alatti p-értékeket a „ $\phi$ ” karakter jelöli.

Forrás: Saját kutatás

A négymintás, korrigált vállalati életciklus szerinti vizsgálat Mann-Whitney tesztjeinél a DCF értékelést jelölő változó (V47) esetében egyrészt a magvető alapok különültek el újra szignifikánsan a start-up és az érett vállalati életszakaszt preferáló kockázatitőke-befektetők csoportjától, másfelől viszont az állami tulajdonban lévő befektetők is elkülönültek ugyanettől a két csoporttól (22. táblázat). Ez annak tudható be, hogy kutatásom szerint **leginkább az állami befektetők és a magvető tőkealapok hagyatkoznak a diszkontált cash flow értékelésre az elemzési munka során**, számukra ez minősült a legfontosabb módszernek. Az érett vállalati életfázisban aktív, valamint a start-up befektetők ugyanakkor nem ennyire koncentráltak az értékelési eljárásokat tekintve, ők sokkal inkább támaszkodnak a DCF és a relatív projektértékelés együttes használatára.

<sup>126</sup> Azon projektértékelési módszereket jelölő változókra lefuttatott páros Mann-Whitney-tesztek eredményeit, melyeknél a Kruskal-Wallis-féle H-tesztek szignifikáns különbséget jeleztek a finanszírozásnál eltérő vállalati életciklus preferenciával rendelkező kockázatitőke-befektetők eredeti vagy korrigált csoportosítású almintái között a 9. számú melléklet 13. táblázata, valamint a 9. számú melléklet 19. táblázata mutatja.

**22. táblázat: A kétmintás Mann-Whitney-féle U-tesztek szignifikáns eredményei a projektek értékeléséhez használt módszerek között található V47-es és V52-es változókra vonatkozóan (befektetők korrigált csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Változó száma	A projekt értékeléséhez használt módszer megnevezése	N <sub>1</sub>	N <sub>2</sub>	U-stat.	p-érték
V47 <sup>††</sup>	Diszkontált cash flow alapú értékelési modellek	SE	SU2	1,500	0,053
V47 <sup>†</sup>	Diszkontált cash flow alapú értékelési modellek	SE	LS	0,000	0,034
V47 <sup>†</sup>	Diszkontált cash flow alapú értékelési modellek	LS	ST	0,000	0,068
V52 <sup>††</sup>	Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	SE	SU2	0,000	0,023
V52 <sup>††</sup>	Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	SE	LS	0,000	0,043
V52 <sup>†</sup>	Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	SE	ST	0,000	0,076

\*Mann-Whitney-féle U-teszt; mintaelemszám: N<sub>SE</sub> = 3, N<sub>SU2</sub> = 4, N<sub>LS</sub> = 4; N<sub>ST</sub> = 2; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU2 = állami háttérű befektetőket nem tartalmazó start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők, ST = állami háttérű befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett, a „††” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 5\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

Megjegyzés: mivel a mintaelemszám,  $k = 4$ , így a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő korrigált szignifikancia szint  $\alpha = 5\%$  esetén,  $\alpha / 4 = 0,05 / 4 = 0,0125$  (1,25%). Nem volt olyan p-érték, mely a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő szignifikancia szint alatt lett volna.

*Forrás:* Saját kutatás

A finanszírozástól elvárt megtérülést befolyásoló tényezők közül, a preferált vállalati életszakasz szerinti eredeti csoportosításnál a Kruskal-Wallis tesztek eredményei a befektetés várható futamidejénél (V58) és a projekt szakágazati hovatartozásánál (V64) utaltak szignifikáns különbségek fennállására a három befektetői minta között (20. táblázat). **A befektetés várható futamidejét tekintve, a páros Mann-Whitney tesztek szerint az érett vállalati életszakaszra specializálódott befektetők különültek el szignifikánsan a másik két, korai fázisú ügyletekre fókuszáló befektetői csoporttól** (23. táblázat). A várható futamidő, az érett vállalati életszakaszt preferáló tőkealapok számára közömbös, míg a másik két befektetői csoportnak meglehetősen fontos tényezőnek számított. Ez alátámasztja a korábban tett megállapításomat, miszerint a korai életfázisban végrehajtott befektetéseknél nehezebb előre megbecsülni azt, hogy mikor éri el az adott portfóliócég azt a fejlettségi státuszt, amikor az ügyletből a megfelelő hozammal ki lehet szállni, mint az érett stádiumban lévő cégekbe történő befektetéseknél. A korai fázisú ügyleteknél továbbá gyakran előfordul, hogy az adott vállalkozásnak újból forrásra lesz szüksége, mely miatt vagy meghosszabbodik a befektetés futamideje vagy egy új finanszírozót kell találni, aki biztosítani tudja a korábbi befektető megfelelő hozammal történő kiszállását. A projekt szakágazati hovatartozása kapcsán, a preferált életciklus szerinti eredeti és korrigált csoportosításnál is a start-up befektetők, valamint a magvető és kivásárlási tőkealapok között alakult ki szignifikáns különbség, a Likert-skálás kérdőív eredményei szerint ugyanis a start-up befektetők adták erre a tényezőre a legmagasabb skálaértéket. Ezt azonban nem tekintem kutatási szempontból releváns eredménynek, mivel meglátásom szerint az iparági profil a korai fázisú ügyletek kockázatát jelentősen befolyásolni tudja, így ennek alapján nem érdemes különbséget tenni a start-up befektetők és a magvető alapok között.<sup>127</sup>

<sup>127</sup> Azon projektől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezőket jelölő változókra lefuttatott páros Mann-Whitney-tesztek eredményeit, melyeknél a Kruskal-Wallis-féle H-tesztek szignifikáns különbséget jeleztek a finanszírozásnál eltérő vállalati életciklus preferenciával rendelkező kockázati tőke-befektetők eredeti és korrigált csoportosítás szerinti almintái között a 9. számú melléklet 14. és 20. táblázatai mutatják.

**23. táblázat: A kétmintás Mann-Whitney-féle U-tesztek szignifikáns eredményei a projektől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők között található V58-as és V64-es változókra vonatkozóan (befektetők csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Változó száma	A projektől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényező megnevezése	N <sub>1</sub>	N <sub>2</sub>	U-stat.	p-érték
V58 <sup>†</sup>	A befektetés várható futamideje	SE	LS	0,500	0,072
V58 <sup>†</sup>	A befektetés várható futamideje	SU	LS	4,000	0,094
V64 <sup>†</sup>	A projekt szakágazati hovatartozása	SE	SU	4,000	0,090
V64 <sup>††</sup>	A projekt szakágazati hovatartozása	SU	LS	2,000	0,035

\*Mann-Whitney-féle U-teszt; mintaelemszám: N<sub>SE</sub> = 3, N<sub>SU</sub> = 6, N<sub>LS</sub> = 4; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU = start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett, a „††” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 5\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

Megjegyzés: mivel a mintaelemszám,  $k = 3$ , így a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő korrigált szignifikancia szint  $\alpha = 5\%$  esetén,  $\alpha / 3 = 0,05 / 3 = 0,0167$  (1,67%). Nem volt olyan p-érték, mely a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő szignifikancia szint alatt lett volna.

*Forrás:* Saját kutatás

A nemparaméteres próbákat követően klaszteranalíziseket futtattam le mind a projektértékelés, mind a megtérülési rátát meghatározó tényezők változóira úgy, hogy az egy, kettő, három majd négyklaszteres megoldásokat egyaránt vizsgáltam.<sup>128</sup> A megtérülési rátát befolyásoló tényezők esetében nem kaptam olyan eredményeket, melyek visszaigazolták volna a Kruskal-Wallis tesztek során kapott szignifikáns különbségeket, illetve nem jöttek létre olyan összetételű klaszterek sem, melyek a finanszírozásnál preferált vállalati életszakasz szerint elkülönített befektetői csoportoknak megfelelő homogén klasztereket hoztak volna létre. A projektek értékeléséhez használt eljárások esetében szintén gyenge eredmények születtek, bár a DCF módszert, a múltbeli EBITDA-n vagy EBIT-en alapuló értékelést és a P/E rátán alapuló szorzószámok értékelést jelölő változók egy klaszteranalízisbe történő bevonásával, a magvető tőkealapok egyetlen önálló klaszterbe tudtak kerülni.<sup>129</sup> A klaszterek száma ennél az eredménynél három volt, de a magvető tőkealapok mellett meglévő másik két klaszter a finanszírozásnál preferált életszakasz szempontjából heterogén csoportnak számított. **A klasztercentroidokon elvégzett varianciaanalízisből kiderült, hogy mindhárom változó esetében, a magvető fázisban aktív befektetők valóban homogén csoportot tudtak alkotni, mivel a klaszterükön belüli szórás jelentősen csökkent a teljes szóráshoz képest (11. számú melléklet 24. táblázat).** A kapott eredmény részben összhangban van a nemparaméteres próbák eredményeivel, megerősítve azt, hogy **a magvető vállalati életfázist preferáló kockázatitőke-befektetők elsősorban a diszkontált cash flow alapú értékelési modellre támaszkodnak a projektek becsült piaci értékének megállapítása során. A múltbeli EBITDA-n vagy EBIT-en alapuló értékelést viszont a céltársaság vagy projekt minimális múltja, a P/E rátán alapuló értékelést pedig a szorzószámok forrását jelentő, ugyanakkor nem megfelelő viszonyítási pontnak számító tőzsdéi cégek miatt nem alkalmazzák.**

A felméréseimben szereplő kockázatitőke-befektetők által, a cégértékelések során alkalmazott módszerek megfelelnek a vállalatértékelési sztenderdeknek, illetve a szakirodalomban említett jellemzően előforduló eljárásoknak. A relatív értékelést és a DCF módszert is használják a

<sup>128</sup> A projektek értékeléséhez használt módszereket illetően, a klaszteranalízisekbe bevont változók listáját a 11. számú melléklet 7. és 22. táblázatai mutatják, a befektetők finanszírozásnál preferált vállalati életciklus szerinti eredeti és korrigált csoportosításától függően. Hasonlóan, a projektől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők esetében, a klaszteranalízisekbe bevont változók listáját a 11. számú melléklet 10. és 26. táblázatai mutatják.

<sup>129</sup> A vizsgálatból a (B) azonosítójú tőkealap-kezelőt kiszűrtem, mivel a lefuttatott klasztervizsgálatokban ez az alapkezelő rendszerint egyedül maradt és önálló klasztert alkotott. A projektek értékeléséhez használt módszereket jelölő változókra lefuttatott klaszteranalízisek eredményeit a 11. számú melléklet 9. és 24. táblázatai mutatják, attól függően, hogy a vizsgálatokba a befektetők finanszírozásnál preferált vállalati életciklus szerinti eredeti vagy korrigált csoportosítása alapján kiválasztott változókat vontam be.



nyugat-európai és amerikai kockázati tőke-befektetők, a szakirodalom nem emeli ki egyiket sem, mint kizárólagosan használt módszer. Ehelyett azt állítja, hogy **a befektetők több értékelési módszerrel is dolgoznak párhuzamosan** ugyanarra a projektre, a preferált modellt viszont befolyásolja a befektetők életciklus preferenciája (Wright és Robbie [1996], illetve Manigart et al. [1997]). Ebben a tekintetben azonban a szakirodalom álláspontja sem egységes. Wright és Robbie (1996) szerint például a korai fázisú befektetők inkább a DCF módszert preferálják, ami egyezik a felmérésben szereplő magvető tőkealapok gyakorlatával. Gompers et al. (2016/a) ugyanakkor azt állítja, hogy az előrejelzés bizonytalansága miatt, a korai fázisú befektetők nem használják a DCF módszert, helyette inkább a relatív értékelésre hagyatkoznak, ami felmérésben a start-up befektetők hozzáállását tükrözi. A kivásárlási alapokat tekintve eredményeim összhangban vannak a szakirodalom megállapításaival, nevezetesen, hogy ez a befektetői csoport főleg a relatív módszert használja a cégértékelések során (Gompers et al., 2016/a). Érdekes következtetés vonható le a kelet-közép-európai régió kockázati tőke-befektetőinek értékelési gyakorlata és felmérésem eredményei között. Karsai et al. (1997 és 1998) megállapították, hogy a régió befektetői egyértelműen a DCF módszert preferálják az értékelési eljárások közül, míg a relatív értékelés ennél kevésbé fontos. A saját eredmények ugyanakkor azt mutatják, hogy **a relatív értékelés jelentősége és népszerűsége növekedett a magyarországi befektetők körében, melyet a magyarországi kockázati tőke ágazat fejlődésével magyarázok. Ez alatt azt értem, hogy a befektetési tapasztalat növekedésével az itteni befektetők is egyre jobban elsajátították a fejlett piacokon már alkalmazott projektértékelési módszereket.** Ehhez járult még hozzá az M&A piac növekedése is, melyből adódóan egyre több cégfelvásárlási tranzakcióra került sor, melyek árazását – ha azok nyilvánosak voltak – a kockázati tőke-befektetők is alapul tudták venni értékeléseikhez. Végezetül érdemes kiemelni, hogy a szakirodalom szerint is elsősorban a befektetők eltérő életciklus preferenciája lehet hatással a választott értékelési eljárásra, a tulajdonosi háttér kevésbé. Ezt saját felmérésem is igazolja, hisz szignifikáns különbségek csak a befektetők eltérő életciklus preferenciája alapján csoportosított befektetők között álltak fenn. Az értékelési módszerekkel kapcsolatban tett megállapításaim alapján a H5-ös hipotézisemet részben igazoltnak tekintem, mivel az érett életszakaszt preferáló befektetők körében valóban a relatív értékelés számít a legnépszerűbbnek, ám a korai fázist preferáló befektetőknél nem tudom egyértelműen azt állítani, hogy a DCF módszert preferálnák a többi eljárás helyett. A magvető alapoknál még megállná a helyét ez az állítás, a start-up befektetők esetében viszont már nem.

Kutatásom hozamelvárással kapcsolatos eredményei megerősítették a szakirodalom azon megállapítását miszerint az elvárt hozam mértékét több tényező is befolyásolja, melyek közül egyik sem emelhető ki döntő tényezőként. Ezek közé tartozik a befektetés futamideje, a vállalkozás tevékenységének technológiai jellemzői, a vállalkozás életciklusa, iparági körülmények, általános makrogazdasági helyzet, valamint a befektető tulajdonosi háttere (Wright és Robbie [1996], Manigart et al. [1997]). Igazolódott továbbá, hogy a korai fázisú ügyletekben rejlő magasabb kockázat miatt a befektetők hozamelvárása is nagyobb, ami a 30-45%-os tartományban mozog a szakirodalom szerint is (Dixon [1991] és Manigart et al. [2002]). Az érett életszakasznál viszont az alacsonyabb kockázat miatt a hozamelvárás is mérsékeltebb, 25-30%-os szinten áll. **A korai fázisú ügyletek finanszírozásával járó magasabb kockázat egyik fontos befolyásoló tényezője a befektetés várható futamideje, melyre kutatásom szerint mind a magvető, mind a start-up befektetők nagyobb figyelmet fordítanak,** így e tényező vonatkozásában helytállóan tartom a korai fázisú befektetők elkülönítését a kivásárlási alapoktól. A tulajdonosi háttér vizsgálatából igazolást nyert Manigart et al. (1997) azon megállapítása, hogy a független háttérű kockázati tőke-befektetők magasabb hozamot várnak el, mint azok a befektetők, melyek vagy állami, vagy valamelyik pénzügyi intézmény, közvetítő érdekeltségi körébe tartoznak. Kutatásom szerint **a legmagasabb hozamelvárással a magáneredetű forrásokat kihelyező befektetők működnek míg a Jeremie programban résztvevő tőkealapok és az állami háttérű befektetők – melyeknél tehát a teljesen független**

**státusz nem érvényesül – alacsonyabb hozamszintekkel is megelégednek.** Az állami befektetők meglepően alacsony mértékű hozamelvárása Ludányi (2001) tanulmányában is megjelenik,<sup>130</sup> a hozam-megállapításuk gyakorlata (referenciahozam és felár, minősítési rendszer) azonban újszerű eredménynek számít.

#### 4.2.4. Ügyletstrukturálás

Az ügyletstrukturálás során a kockázatitőke-befektetők törekvése, hogy kidolgozzák azokat a befektetési feltételeket, melyek mellett a finanszírozást érdemes megvalósítaniuk. A befektetési döntési folyamat vizsgálatából kiderült, hogy az ügyletstrukturálás nem mint önálló döntési szakasz jelenik meg, hanem az előszűrést követően végigkíséri a döntési folyamatot úgy, hogy közben a feltételek a céltársaság alapítóival, illetve menedzsmentjével történő alku eredményeként jönnek létre. A befektetési feltételeket először a szándéknyilatkozat, majd később a szindikátusi szerződés foglalja össze, utóbbinak tartalma az esetek többségében nem tér el jelentősen a szándéknyilatkozatban foglaltaktól. Az ügyletstrukturálás kiterjed a finanszírozás módjának meghatározására, a folyósítási feltételekre, a befektető pozícióját védő és kiszállását segítő feltételekre, valamint a befektetés kockázatát csökkentő kontroll és egyéb speciális jogokra.

**A Likert-skálás kérdőív eredményei szerint, a kutatásban résztvevő különböző tulajdonosi érdekeltséggel és vállalati életfázis fókusszal rendelkező befektetők az egyes tranzakciók finanszírozását jellemzően elsőbbségi jogokkal felruházott üzletrészek megvásárlásával vagy kibocsátásával oldják meg (4,15).<sup>131</sup> Az elsőbbségi jogokkal felruházott átváltható részvények alkalmazása ritkább (3,31), ám fontos megjegyezni, hogy a befektetőket megillető speciális jogok miatt, a tranzakció strukturálását megkönnyíti, ha a befektetés zártkörű részvénytársasági formában működő vállalkozásban történik. A hozamelsőbbség általában osztalékelsőbbséget jelent, melynek lényege, hogy az eredeti tulajdonosok egészen addig nem részesülhetnek osztalékból, amíg a befektető által kihelyezett tőke, annak hozamaival együtt meg nem térül. A portfóliócégek teljesítményének ellenőrzése érdekében, a befektetők rendszeres jelentési kötelezettséget írnak elő a menedzsmentnek és/vagy az alapítóknak (5,00), valamint képviselői jogot kérnek a céltársaság vezető testületeibe (4,54).<sup>132</sup> Jellemző továbbá a befektetőket megillető vétőjog kikötése a céltársaság életét alapjaiban befolyásoló kérdésekben, úgy mint egy felvásárlás, komolyabb összegű eszközeladás vagy hitelfelvétel megvalósítása (4,85). A kiszállás megkönnyítése érdekében a megkérdezett befektetők többsége használja az ún. együtt-eladáshoz való jogot (*tag-along*) és az együtt-értékesítés kikényszerítéséhez való jogot (*drag-along*) is (4,77). Az átmeneti tulajdonosi pozíció védelmének biztosítása érdekében elővásárlási jogot is kiköthetnek új vagy meglévő üzletrészek, illetve részvények értékesítésekor (4,15), emellett pedig eladási opciós jogot is kiköthetnek maguknak, melynek lényege, hogy egy bizonyos idő eltelte után, a befektető kikényszerítheti részesedésének eredeti tulajdonosok általi visszavásárlását. A befektetési összeg mérföldkövekhez kötött rendelkezésre bocsátásával a finanszírozás kockázata csökkenthető, hiszen ha a fejlődési pályából az látható, hogy a vállalkozás nem tudja elérni a terv szerinti teljesítménycélokat, akkor a befektető leállíthatja a további tőkejuttatást (3,85). A mérföldkövek kijelölése projekt-specifikusan, a vállalkozás ágazati hovatartozásától és életciklusától függően történik, az általánosan használt teljesítmény**

<sup>130</sup> A tanulmányban szereplő Dél-Dunántúli Regionális Fejlesztési Rt.szerződésekben rögzített hozamkövetelménye évi 21%-nak felel meg, ám ehhez képest a társaságnak saját tőke arányosan mindössze évi 6-8%-os hozamot kell teljesítenie (Ludányi, 2001, 788. oldal).

<sup>131</sup> Az ügyletstrukturálással kapcsolatos állításokra adott átlagos skálaértékeket a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás teljes, csoportosítás nélküli befektetői mintájára vonatkozóan az 5. számú melléklet 5. táblázata mutatja.

<sup>132</sup> Részvénytársaság esetében vezető testületnek számít az igazgatóságba vagy a felügyelő bizottság, míg korlátolt felelősségű társaságnál felügyelő bizottság felállítására kerülhet sor. Az ellenőrzés megvalósítása érdekében a befektető saját szakembereit delegálhatja a testületekbe.

kritériumok (*KPI – Key Performance Indicators*) közé az árbevétel, az EBITDA, vagy akár az értékesített mennyiség tartozik.<sup>133</sup> A mérföldkövek teljesítésének elmaradásakor, a befektetők mozgástere meglehetősen tág, beavatkozásuk irányulhat a befektetési összeg csökkentésére, a projekt újraértékelésére, a folyósítás átütemezésére és a tulajdonosi szerkezet átrendezésére is. Sőt, szélsőséges esetben sor kerülhet a finanszírozás leállítására, vagy akár a menedzsment lecserélésére is. Fontos tudni, hogy a szakaszos finanszírozásnál, a befektető nem fokozatosan növeli a részesedését a portfóliócégben, hanem már rögtön az első részlet folyósításánál megszerzi az őt megillető részesedést. Ezáltal el tudja kerülni azt, hogy az ütemezett folyósítás elején vagy közepén – ha a további összegeket már nem kívánja rendelkezésre bocsátani – beragadjon egy indokolatlanul kicsi tulajdonosi pozícióban. A szakaszos finanszírozás alkalmazása főleg a korai szakaszban lévő ügyleteknél fontos, mivel az ilyen típusú tranzakciók kockázata sokkal magasabb, mint az érett életszakaszú ügyletek esetében (24. táblázat).

**24. táblázat: Az ügyletstrukturálás legfontosabb jellemzői a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás teljes befektetői mintájára vonatkozóan**

#	Változó száma	Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások	Átlag	Relatív szórás
1.	V77	Rendszeres jelentési kötelezettség előírása.	5,00	0,00%
2.	V86	Vétójog: felvásárlás, jelentősebb eszközzeladás/hitelfelvétel esetére.	4,85	7,75%
3.	V87	Tag-along és drag-along jogok előírása.	4,77	17,45%
4.	V76	Képviseleti jog előírása igazgatóságban, illetve vezető testületekben.	4,54	24,82%
5.	V68	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott üzletrész vásárlásával.	4,15	21,64%
6.	V83	Elővásárlási jog kikötése új/meglévő üzletrész/részvény értékesítésekor.	4,15	23,76%
7.	V74	A befektetési összeg csepegtetése mérföldkövek teljesítéséhez kötve.	3,85	36,53%

*Forrás:* saját kutatás

A felmérésben résztvevő kockázatitőke-befektetők tulajdonosi háttérét tekintve, az állami háttérű befektetők ügyletstrukturálási gyakorlata több szempontból is eltért a hibrid és a magán eredetű forrásokat kihelyező tőkealap-kezelők finanszírozási modelljétől.<sup>134</sup> Az állami befektetők ugyanis már a szándéknyilatkozatban előre meghatározzák a befektetés futamidejét (4,50), a befektetéstől várható hozam mértékét (4,50), az exit időpontját (4,00), sőt még a kiszállás módját is, nevezetesen, hogy az exit a befektető részesedésének eredeti tulajdonosok általi visszavásárlásával kell, hogy megtörténjen (4,00). **Ezeknek a feltételeknek az előre történő rögzítése a klasszikus kockázatitőke-befektetésekre egyáltalán nem jellemző zárt finanszírozási konstrukció alkalmazására utal, amivel az állami tőkebefektetés úgy jelenik meg, mint a tőkeági és a hiteljellegű finanszírozás kombinációja.** Ennek a sajátos modellnek az ismertetőjegyei azonban a döntési folyamat más részeinél is megjelennek, melyeket értekezésem korábbi fejezetiben már ismertettem. Ide tartozik például a tranzakciók árazásánál tapasztalt referenciahozamok és felárak előre történő rögzítése, vagy a részletes átvilágítás során annak vizsgálata, hogy a céltársaság eredeti tulajdonosai ki tudják-e majd vásárolni az állami befektetőt a futamidő végén. A konstrukció bankhitelre emlékeztető jellegét erősíti, hogy egyes állami befektetők még biztosítékokat is kérnek a céltársaságtól, melynek formája lehet készfizető kezesség, jelzálogjog vagy opciós jog a befektető kivásárlásának előírására.

Az állami befektetőknél is, a finanszírozás jellemzően tőkeágon történik bankhitel bevonása nélkül, hitelnyújtásra tagi kölcsön formájában kerülhet sor (3,00). Jellemző a szakaszos

<sup>133</sup> Ágazatspecifikus mérföldkő lehet például egy internetes cég esetén a felhasználók számának, vagy az ügyfélkonverzióknak az alakulása.

<sup>134</sup> Az eltérő tulajdonosi háttér szerint csoportosított befektetők által, az ügyletstrukturálással kapcsolatos állításokra adott átlagos skálaértékeket a 6. számú melléklet 5. táblázata mutatja. Az állami háttérű befektetők szerint, az ügyletstrukturálással kapcsolatos legfontosabb állításokat a 6. számú melléklet 18. táblázata mutatja.

finanszírozás alkalmazása előre definiált mérföldkövek teljesítéséhez kötve (3,50), mely utal a befektetők korai fázist preferáló stratégiájára. Többségi tulajdonosi részesedés előírására nem tartanak igényt (1,00), ehelyett elegendő a 25%+1 és 49% közötti tulajdoni arány megszerzése. Annak érdekében pedig, hogy a projekt kulcsemberei ösztönözve legyenek arra, hogy erőfeszítéseket tegyenek a vállalkozásért, az állami befektetők is kiköthetnek az eredeti alapítók által birtokolt tulajdoni részesedés időben változó mértékére vonatkozó átmeneti vételi jogot („reverse vesting”). Ez akkor lép életbe, amikor valamelyik alapító úgy dönt, hogy nem hajlandó tovább a vállalkozásban dolgozni, viszont tulajdoni részesedésétől nem kíván megválni. Bár a másik befektetővel együtt történő szindikált tőkebefektetéseket a megkérdezett állami tőkealapok nem tartják gyakorinak, mégis az (A) és (B) jelű állami befektető is beszámolt ilyen ügyletről, megemlítve, hogy az ilyen tranzakciókban magas megtérülési potenciál rejlik, abból adódóan, hogy egy magánbefektetővel történő együttműködés esetén, az ügylet hozamelvárását a magánbefektető hozamkövetelménye határozza meg.

A hibrid tőkealap-kezelők ügyletstrukturálási tevékenysége egyfelől nem tükrözi az állami háttérű befektetők zárt finanszírozási konstrukcióját, viszont az egyes feltételekre adott átlagos skálaértékek azt mutatják, hogy a hibrid befektetők között is vannak olyanok, melyek vagy a befektetési futamidőt (3,67), vagy az elvárt hozamot előírják (3,00) a leendő portfóliócégeknek. Az eredeti tulajdonosok általi kötelező kivásárlás befektetési szerződésben történő rögzítése viszont egyáltalán nem jellemző (1,83), amiből arra lehet következtetni, hogy ez a befektetői csoport az exit-lehetőségek szélesebb körét mérlegeli, a magasabb hozam elérésének reményében. Bár a többségi tulajdoni részesedés megszerzésére való törekvés nagyobb jelentőséget kap (3,17), de mivel itt sem jelent prioritást, így ez a befektetői csoport is megelégszik a kisebbségi tulajdonosi pozícióval. A finanszírozásban a tagi kölcsönnek szintén fontosabb szerepe van, a Jeremie program előírásai ugyanis lehetővé teszik a tagi kölcsön nyújtását is, ami befektetői oldalról egy kisebb kockázatú finanszírozási formának számít, így emiatt a befektetők szívesen élnek vele. **A magáneredetű forrásokat kihelyező befektetőkre ugyanakkor egyáltalán nem jellemző a zárt finanszírozási konstrukció használata**, így a befektetési futamidő (2,00) és a kiszállás időpontjának meghatározása (1,60), valamint, a befektetői részesedés eredeti tulajdonosok általi kivásárlásának előírása (1,20). Az összes többi másik strukturálási motívum vizsgálata a teljes magánbefektetői minta vonatkozásában torz lehet, mivel a minta eltérő vállalati életciklus preferenciájú befektetőket tartalmaz.<sup>135</sup>

**25. táblázat: Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások, melyeknél szignifikáns különbség áll fenn az eltérő tulajdonosi háttérű kockázattőke-befektetők között\***

Változó száma	Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások megnevezése	H-statisztika és p-érték	Szign.
V70	Előre meghatározott befektetési futamidő előírása.	H = 5,53; p = 0,063	$\alpha < 10\%$
V74	A befektetési összeg csepegtetése mérföldkövek teljesítéséhez kötve.	H = 6,27; p = 0,044	$\alpha < 5\%$
V89	Az eredeti tulajdonosok általi visszavásárlás előírása exitként.	H = 6,95; p = 0,031	$\alpha < 5\%$
V90	Az exit időpontjának meghatározása.	H = 5,34; p = 0,069	$\alpha < 10\%$

\*Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 2; mintaelemszám:  $N_{ST} = 2$ ,  $N_{JE} = 6$ ,  $N_{PR} = 5$ ; ahol ST = állami háttérű befektetők, JE = hibrid tőkealapokat kezelő befektetők, PR = magáneredetű forrásokat kihelyező befektetők

Forrás: Saját kutatás

A befektetők eltérő tulajdonosi háttérét vizsgálva, a hárommintás Kruskal-Wallis tesztek négy ügyletstrukturálással kapcsolatos állítás esetében utaltak szignifikáns különbség fennállására a

<sup>135</sup> A hibrid tőkealapokat kezelő, valamint a magáneredetű forrásokat kihelyező befektetők szerint, az ügyletstrukturálással kapcsolatos legfontosabb állításokat a 6. számú melléklet 19.-20. táblázatai mutatják.

befektetők között. A 25. táblázat alapján a négy állítás a következő: előre meghatározott befektetési futamidő előírása, szakaszos finanszírozás, az eredeti tulajdonosok általi befektetői részesedés visszavásárlásának előírása exitként, valamint a kiszállás időpontjának előre történő rögzítése.<sup>136</sup> Az előre definiált befektetési futamidőnél (V70), a magáneredetű forrásokat kezelő kockázatitőke-befektetők különültek el szignifikánsan a másik két csoporttól, ami alátámasztja a magánbefektetők elfordulását az állami háttérű befektetőknel és a hibrid tőkealap-kezelőknél látott zárt finanszírozási konstrukciótól. Ugyanez az elkülönülés az állami befektetők oldaláról is megjelenik, hiszen mind az exit időpontjának rögzítése (V90), mind az exit módjának előírása (V80) kapcsán az állami befektetők és a másik két befektetői csoport között állt fenn szignifikáns különbség. **A zárt konstrukcióból adódó szűkebb mozgástér összefügg az állami érdekeltségű befektetők alacsonyabb hozamvárásával is, hiszen ennyire kötött kiszállási feltételek mellett a várható hozamban is kisebb potenciál rejlik.** A mérföldkövekhez kötött szakaszos finanszírozásnál (V74), a Jeremie alapokat kezelő kockázatitőke-befektetők különültek el szignifikánsan a másik két csoporttól, ami arra utal, hogy a befektetői kockázat csökkentésének ezen módszerét elsősorban a hibrid tőkealap-kezelők használják. Ez összefügg a hibrid tőkealap-kezelők korai vállalati életszakasz preferenciájával, mely a befektetők részéről magasabb kockázatvállalással jár. Ennek megfelelően a befektetők szigorúan ellenőrzik, hogy az üzleti tervben felállított fejlődési pontok teljesíthetők-e és csak akkor hajlandóak a soron következő befektetési összeget folyósítani, ha a megelőző növekedési szakaszt a portfóliócég már teljesítette. Érdekes ugyanakkor, hogy bár az állami befektetők is hasonló vállalati életfázisban aktívak, náluk mégsem ennyire fontos a befektetési összeg mérföldkövekhez kötött ütemezése, így finanszírozási konstrukciójuk további sajátossága a tőke egyösszegben történő odaítélése (26. táblázat).<sup>137</sup>

**26. táblázat: A kétmintás Mann-Whitney-féle U-tesztek szignifikáns eredményei az ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások között található V70-es, V74-es, V89-es és V90-es változókra vonatkozóan (befektetők csoportosítása eltérő tulajdonosi háttér szerint)\***

Változó száma	Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítás	N <sub>1</sub>	N <sub>2</sub>	U-stat.	p-érték
V70 <sup>†</sup>	Előre meghatározott befektetési futamidő előírása.	JE	PR	5,000	0,062
V70 <sup>††</sup>	Előre meghatározott befektetési futamidő előírása.	PR	ST	0,000	0,049
V74 <sup>††</sup>	A befektetési összeg csepegtetése mérföldkövek teljesítéséhez kötve.	JE	PR	4,000	0,028
V74 <sup>††</sup>	A befektetési összeg csepegtetése mérföldkövek teljesítéséhez kötve.	JE	ST	0,500	0,034
V89 <sup>††</sup>	Az eredeti tulajdonosok általi visszavásárlás előírása exitként.	JE	ST	0,000	0,038
V89 <sup>††</sup>	Az eredeti tulajdonosok általi visszavásárlás előírása exitként.	PR	ST	0,000	0,031
V90 <sup>††</sup>	Az exit időpontjának meghatározása.	JE	ST	0,000	0,038
V90 <sup>††</sup>	Az exit időpontjának meghatározása.	PR	ST	0,000	0,042

\*Mann-Whitney-féle U-teszt; mintaelemszám: N<sub>ST</sub> = 2, N<sub>JE</sub> = 6, N<sub>PR</sub> = 5; ahol ST = állami háttérű befektetők, JE = hibrid tőkealapokat kezelő befektetők, PR = magáneredetű forrásokat kihelyező befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett, a „††” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 5\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

Megjegyzés: mivel a mintaelemszám (k) 3, így a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő korrigált szignifikancia szint  $\alpha = 5\%$  esetén,  $\alpha / 3 = 0,05 / 3 = 0,0167$  (1,67%). A Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő szignifikancia szintet egyik p-érték sem teljesíti.

*Forrás:* Saját kutatás

<sup>136</sup> Az összes ügyletstrukturálással kapcsolatos állítást jelölő változóra lefuttatott hárommintás Kruskal-Wallis-féle H-tesztek eredményeit a 8. számú melléklet 5. táblázata (csoportosítási ismerv: eltérő tulajdonosi háttér) mutatja.

<sup>137</sup> Azon ügyletstrukturálással kapcsolatos állításokat jelölő változókra lefuttatott páros Mann-Whitney-tesztek eredményeit, melyeknél a Kruskal-Wallis-féle H-tesztek szignifikáns különbséget jeleztek az eltérő tulajdonosi háttér szerint csoportosított kockázatitőke-befektetők almintái között a 8. számú melléklet 8. táblázata mutatja.

**Az állami háttérű befektetők zárt befektetési konstrukcióját a lefuttatott klaszteranalízisek is megerősítették, visszaigazolva ezzel a nemparaméteres próbák eredményeit.** A 10. számú melléklet 13. táblázatában bemutatom, hogy melyek voltak azok a változók, melyekre a klaszteranalíziseket lefuttattam és, hogy egy-egy klasztervizsgálatot hány változó bevonásával végeztem el. A befektetők tulajdonosi háttere szempontjából, a vállalkozás eredeti tulajdonosai által történő befektetői részesedés visszavásárlás, valamint az exit időpontjának előre történő meghatározása voltak azok a változók, melyek esetében a klaszteranalízisek jól értelmezhető eredményeket adtak vissza (10. számú melléklet 15. táblázata). Az említett két változónál, az állami háttérű befektetők egyértelműen elkülönültek az összes többi másik befektetőtől és önálló klasztert alkottak mind a hierarchikus eljárás, mind a nem hierarchikus K-közép klaszterezési eljárás szerint. A kapott klaszterátlagokat és az eredeti skálaértékeket ezután varianciaanalízisbe vontam be, mely megerősítette az állami háttérű befektetők elkülönülésének helyességét, a létrejött két klaszteren belül ugyanis alacsonyabb lett a mintaelemek közötti szórás a teljes mintában szereplő elemek közötti szórásához képest (10. számú melléklet 16. táblázata). Az állami befektetők tehát e két változó esetében homogén csoportot alkotnak gyakorlatukkal és szignifikánsan különböznek a másik két befektetői csoporttól.

Mivel a befektetők tulajdonosi háttere szerinti vizsgálatból kiderült, hogy az állami háttérű kockázatitőke-befektetők egyedi finanszírozási modellel működnek, így az ügyletstrukturálás elemzésének további részéből, amikor a befektetőket az életciklus preferenciájuk alapján csoportosítom, indokoltnak tartottam különálló csoportként kezelni őket. Ennek megfelelően korai fázisú befektetők alatt csak a magvető és a start-up befektetőket értem, ami a csoportosított befektetői minta korrigált verziójának felel meg.<sup>138</sup>

A korai fázisban aktív befektetőknél a finanszírozás alapvetően tőkeágon történik, elsőbbségi jogokkal felruházott üzletrészek vagy részvények szerzésén keresztül. Konvertálható tagi kölcsön rendelkezésre bocsátása szintén előfordulhat (magvető: 3,33, illetve start-up: 3,80), ám ez főleg a Jeremie programban résztvevő alapkezelőkre igaz. A korai szakaszban rejlő kockázatok csökkentése végett, a befektetési összeg mérföldkövekhez kötött szakaszos folyósítása mind a magvető (5,00), mind a start-up befektetőknél (4,60) nagyon fontos, bár az (L) azonosítójú magvető tőkealap szerint nem mindig hatékony.<sup>139</sup> Ennek oka a Jeremie program egyik feltételével függ össze, melynek értelmében a közös magvető alapok maximum 25 millió Ft-ot fektethetnek be egy projektbe. Ez az összeg azonban olyan kicsi, hogy nem teszi hatékonyá az összeg ütemezett folyósítását. A tőkebefektetéssel járó tulajdonszerzés során, a többségi tulajdonosi pozíció elérése nem prioritás, bár a start-up befektetők nagyobb jelentőséget tulajdonítanak ennek (3,20), mint a magvető alapok (2,67). A 2008-as felmérés szerint továbbá, a céltársaság vezetőinek megfelelő ösztönzése érdekében a korai fázisú befektetők 5-10%-os tulajdoni részesedés megszerzését biztosító opciós konstrukciót is biztosítanak a menedzsment tagjainak. A nyugat-európai és amerikai start-up finanszírozásban elterjedt „*vesting*” konstrukció alkalmazása, vagyis az eredeti alapítók részesedésének meghatározott időközönként történő fokozatos visszajuttatása egyik befektetői csoportnál sem jellemző (magvető: 3,33, illetve start-up: 3,00). Az alacsonyabb cégértéken megvalósuló újabb tőkebevonási köröknél alkalmazott, a befektetői részesedés felhígulása ellen védelmet nyújtó és a részesedés újraértékelésére lehetőséget biztosító klauzula („*ratchet-based antidilution provision*”) szerződésbe történő beillesztése viszont a start-up befektetőknél gyakorinak mondható (3,80).<sup>140</sup>

<sup>138</sup> A finanszírozásnál preferált eltérő vállalati életciklus szerint csoportosított befektetők által, az ügyletstrukturálással kapcsolatos állításokra adott átlagos skálaértékeket a 7. számú melléklet 5. táblázata mutatja.

<sup>139</sup> A korai fázisban jellemzően előforduló mérföldkövek a termék- vagy prototípusfejlesztés egy-egy állomásához köthetők.

<sup>140</sup> A magvető tőkealapokat kezelő befektetők és az állami háttérű befektetőket nem tartalmazó start-up befektetők szerint, az ügyletstrukturálással kapcsolatos legfontosabb állításokat a 7. számú melléklet 22. és 24. táblázata mutatja.

Hasonlóan, a szindikált formájú, több befektetővel megvalósított tranzakciók sem jellemzőek, holott az Egyesült Államokban például a korai fázisú ügyleteknél ez is a befektetői kockázat porlasztásának egyik jól bevált eszköze.

**Az érett vállalati életszakaszban megvalósított befektetésekre specializálódott kockázattőke-befektetők esetében bevett gyakorlat, hogy a tőkeági finanszírozás kiegészül bankhitelek bevonásával is,** melynek szerepe így jóval nagyobb (4,33), mint a magvető, start-up vagy állami háttérű befektetőknél. Ennek oka, hogy a kivásárlási alapok átlagos tranzakciómérete olyan nagy, hogy az ügylet megfinanszírozása hatékonyabb és olcsóbb, ha tőkeáttétellel, vagyis hitel bevonásával együtt valósul meg. A bankhitel aránya az ügylet teljes méretén belül változó lehet, a (*G*) azonosítójú befektetőnél általában 50%-nak felel meg. A hitelnek azonban nemcsak a kezdeti befektetésnél van szerepe, mivel ezeknek a tőkealapoknak **gyakran az a stratégiája, hogy a portfóliócégek méretének növelését nemcsak az organikus növekedésre, hanem újabb akvizíciók megvalósítására alapozzák, így a kiszemelt célpont felvásárlása is történhet bankhitelből.** Ezen felül, a bankhitel további előnye, hogy a befektetőn kívül egy harmadik független fél is véleményt alkot a projektről, az adósságszolgálat pedig szigorú likviditás menedzsmentre ösztönzi a cégvezetést. Ami a megcélzott tulajdoni részesedést illeti, **az érett vállalati életszakasz finanszírozásában aktív befektetők jellemzően a többségi pozíció megszerzésére törekednek** (3,67), mely általában érvényes az igazgatóságban elfoglalt helyek számára is.<sup>141</sup> Ez alól csak az (*E*) azonosítójú befektető számít kivételnek amiatt, hogy az ő esetében a finanszírozás nem saját tőke, hanem a speciális tulajdonságokkal felruházott hátrasorolt hitel (mezzanine) formájában történik. Ha a finanszírozás mégis kiegészülne „klasszikus” tőkebefektetéssel is és ezáltal a befektető tulajdonrészt szerezne a vállalkozásban, akkor annak mértéke mindig kisebbségi lenne. Az alapítói részesedés befektetési időszakban történő fokozatos visszajuttatása erre a csoportra egyáltalán nem jellemző (1,67) és a befektetői részesedés kihígulása ellen védelmet nyújtó, korábbiakban már említett szerződéses klauzula („*ratchet-based antidilution provision*”) használata sem annyira fontos (3,33), mint mondjuk a start-up befektetőknél. Mivel ezeknél az ügyleteknél gyakran már tulajdonos független menedzsment vezeti a céltársaságokat, **a befektetők elvárják, hogy mellettük a felsővezetői csapat is szerezzon tulajdoni részesedést, vagy legyen erre opciós joguk.** Az így megszerezhető tulajdoni részesedés nagysága a (*G*) azonosítójú tőkealaphoz például 3-10% közötti, annál nagyobb, minél kisebb a tranzakció mérete. Előre meghatározott befektetési futamidő nincs (2,67), a megtérülési követelmény előírását pedig az elvárt megtérülési preferencia szerződésbe történő beillesztésével oldhatják meg, mely lehet egyszeres (3,67) vagy kétszeres mértékű. Szakaszos finanszírozásra nem kerül sor (1,67), ami azzal magyarázható, hogy a befektetés itt legtöbbször a korábbi tulajdonos teljes kivásárlásával valósul meg, így az erre szánt befektetői forrás, vagyis a vételár egy összegben kerül odaítélésre. **Az ügylet kockázatának csökkentése érdekében ugyanakkor, a vételár egy része (10-25%-a) jellemzően visszatartásra kerül egy ún. zárolt számlán („*escrow account*”), melynek feloldása és ezen keresztül az adott összeg céltársaságba történő befektetése csak bizonyos teljesítménycélok elérése esetén következik be.**<sup>142</sup> Végezetül, a kivásárlási ügyleteknél is előfordulhatnak szindikált befektetések akkor, ha a tranzakciók mérete túl nagy, vagy ha a tranzakcióban résztvevő befektetők egymást jól kiegészítő, de más típusú finanszírozást (mezzanine és saját tőke) nyújtanak.<sup>143</sup>

<sup>141</sup> Az igazgatóság feletti kontrollt erősíti, hogy a befektetőnek joga lehet a teljes igazgatóság lecsérésére is bizonyos negatív feltételek fennállása, vagy a cég rossz teljesítménye esetén.

<sup>142</sup> Az érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők szerint, az ügyletstrukturálással kapcsolatos legfontosabb állításokat a 7. számú melléklet 26. táblázata mutatja.

<sup>143</sup> A (*G*) azonosítójú kivásárlási alap szakembere megemlítette, hogy a szindikált ügyletek száma egyre kevesebb, illetve finanszírozási szempontból olcsóbb, ha a tőkealap nem egy másik kockázattőke-befektetővel, hanem a kezelt alap forrását biztosító végbefektetőkkel együtt fektetnek be a projektbe. Ennek oka az, hogy a végbefektető általi közvetlen befektetés esetén mivel nem iktatódik be egy másik tőkealap, mint közvetítő, a tranzakciós költség is alacsonyabb, nincs újabb alapkezelői díj, amit fedezni kellene.

A négy befektetői minta közötti szignifikáns különbségek feltárása érdekében lefuttatott Kruskal-Wallis tesztek összesen öt ügyletstrukturálással kapcsolatos állításnál vagy jellemzőnél jeleztek szignifikáns különbségeket (27. táblázat).<sup>144</sup> Ezek a jellemzők a finanszírozásnál felhasznált bankhitel, az elsőbbségi jogokkal felruházott üzletrészeken keresztül végrehajtott befektetés, a mérőföldkövek szerint ütemezett folyósítás, a céltársaság kulcsembereire kötendő életbiztosítás előírása, valamint a befektetői vétőjog kikötése volt a céltársaság működését érintő fontosabb kérdésekben.

**27. táblázat: Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások, melyeknél szignifikáns különbség áll fenn a finanszírozásnál eltérő preferenciájú kockázatitőke-befektetők között**

Változó száma	Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások megnevezése	H-statisztika és p-érték	Szign.
V67 <sup>†</sup>	Bankhitel bevonása.	(H = 7,7) (p = 0,053)	( $\alpha < 10\%$ )
V68 <sup>†</sup>	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott üzletrész vásárlásával.	(H = 7,69) (p = 0,053)	( $\alpha < 10\%$ )
V72 <sup>†</sup>	Életbiztosítás előírása a projekt kulcsembereinek.	(H = 6,24) (p = 0,1)	( $\alpha = 10\%$ )
V74 <sup>†</sup>	A befektetési összeg csepegtetése mérőföldkövek teljesítéséhez kötve.	(H = 9,94) (p = 0,019)	( $\alpha < 5\%$ )
V86 <sup>†</sup>	Vétőjog: felvásárlás, jelentősebb mértékű eszközzeladás vagy hitelfelvétel esetére.	(H = 7,27) (p = 0,064)	( $\alpha < 10\%$ )

<sup>†</sup> Szignifikáns különbség áll fenn a preferált életciklus szerinti korrigált csoportosítás alapján; Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 3; p, H és szignifikancia értékek zárójelben találhatóak; mintaelemszám: N<sub>SE</sub> = 3, N<sub>SU</sub> = 5, N<sub>LS</sub> = 3, N<sub>ST</sub> = 2; ahol ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU = start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők, ST = állami háttérű befektetők

*Forrás:* Saját kutatás

Ami a **bankhitel bevonását** (V67) illeti, a kétmintás nemparaméteres próbákból kiderült, hogy minden esetben **az érett vállalati életszakasz finanszírozására szakosodott kockázatitőke-befektetők különültek el szignifikánsan a magvető, start-up és az állami háttérű befektetőktől**. Ez jól mutatja, hogy a projektek finanszírozása a korai életszakaszú ügyleteknél elsősorban saját tőkével történik, a tőkeáttétel igénybevétele pedig inkább a nagyobb összegű kivásárlási tranzakciónál fordul elő. Mivel **az érett vállalati életfázist preferáló befektetők** a tranzakciók során általában egy összegben bocsátják rendelkezésre a tőkét, **a mérőföldkövekhez kötött ütemezett folyósítás** (V74) esetében szintén szignifikáns különbség jelent meg **köztük és az összes többi másik befektetői csoport között**. További ide tartozó eredmény, hogy szignifikáns különbség jött létre az állami háttérű befektetők és a magvető, illetve start-up befektetők között is, ami arra utal, hogy az állami érdekeltségű kockázatitőke-finanszírozók is inkább egy összegben fektetnek be, attól függetlenül, hogy stratégiájuk fókuszában általában a korai növekedési életszakaszban lévő vállalkozások vannak. **A projektek kulcsembereire kötött életbiztosítás befektetési feltételként történő előírása** (V72) **a kutatás szerint az érett vállalati életszakaszt preferáló befektetőknél fordul elő**, szignifikáns különbség jött létre ennél a tényezőnél is az érett vállalati életfázisban aktív, illetve a magvető és start-up befektetők között. **Az elsőbbségi jogokkal felruházott üzletrész-szerzéssel történő befektetés** (V68) **főleg a start-up befektetőknek fontos**, így nem meglepő, hogy a kétmintás Mann-Whitney-tesztek köztük és az állami háttérű, illetve az érett vállalati életfázis finanszírozására szakosodott kockázatitőke-befektetők között mutattak ki szignifikáns különbséget. Ez arra utalhat, hogy a korai fázisú ügyleteknél a befektetés általában korlátolt felelősségű társaság formájában működő cégekbe történik, az érett életszakasz felé közeledve ugyanakkor a nagyobb vállalati méreteknél

<sup>144</sup> A finanszírozásnál eltérő vállalati életciklus preferenciával rendelkező befektetők esetében, az összes ügyletstrukturálással kapcsolatos állítást jelölő változóra lefuttatott hárommintás Kruskal-Wallis-féle H-tesztek eredményeit a 9. számú melléklet 5. táblázata, a négymintás Kruskal-Wallis-féle H-tesztek eredményeit pedig a 9. számú melléklet 10. táblázata mutatja.



már gyakoribb a részvénytársasági forma. Más kérdés, hogy a tranzakció strukturálása és a speciális befektetői jogok érvényesítése végett a részvénytársasági forma előnyösebb, így gyakran előfordul korai szakaszban is, hogy a befektető javaslatára a céltársaság jogi formáját még az ügylet megvalósítása előtt zrt.-re változtatják. Végezetül, ami a befektetői vétőjogot illeti, a Mann-Whitney tesztek csak a magvető és a start-up befektetők között mutattak ki szignifikáns különbséget, ami ugyanakkor nehezen magyarázható, hisz a befektetői érdekeket védő vétőjog a tulajdonosi háttértől vagy a finanszírozásnál preferált vállalati életszakasztól függetlenül mindegyik befektetőnek fontos volt. Éppen ezért az itt kapott szignifikáns különbséget nem tekintem fontos eredménynek (28. táblázat).<sup>145</sup>

**28. táblázat: A kétmintás Mann-Whitney-féle U-tesztek szignifikáns eredményei az ügylet-strukturálással kapcsolatos állítások között található V67-es, V68-as, V72-es, V74-es és V86-os változókra vonatkozóan (befektetők korrigált csoportosítása preferált vállalati életszakasztól szerint)\***

Változó száma	Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítás	N <sub>1</sub>	N <sub>2</sub>	U-stat.	p-érték
V67 <sup>††</sup>	Bankhitel bevonása.	SE	LS	0,000	0,043
V67 <sup>††</sup>	Bankhitel bevonása.	SU2	LS	1,000	0,046
V67 <sup>†</sup>	Bankhitel bevonása.	LS	ST	0,000	0,076
V68 <sup>††</sup>	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott üzletrész vásárlásával.	SU2	LS	0,500	0,025
V68 <sup>†</sup>	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott üzletrész vásárlásával.	SU2	ST	1,000	0,074
V72 <sup>†</sup>	Életbiztosítás előírása a projekt kulcsbereknek.	SE	LS	0,500	0,068
V72 <sup>†</sup>	Életbiztosítás előírása a projekt kulcsbereknek.	SU2	LS	2,000	0,072
V72 <sup>†</sup>	Életbiztosítás előírása a projekt kulcsbereknek.	SU2	ST	1,000	0,087
V74 <sup>††</sup>	A befektetési összeg csepegtetése mérföldkövek teljesítéséhez kötve.	SE	LS	0,000	0,034
V74 <sup>†</sup>	A befektetési összeg csepegtetése mérföldkövek teljesítéséhez kötve.	SE	ST	0,000	0,053
V74 <sup>††</sup>	A befektetési összeg csepegtetése mérföldkövek teljesítéséhez kötve.	SU2	LS	0,000	0,020
V74 <sup>†</sup>	A befektetési összeg csepegtetése mérföldkövek teljesítéséhez kötve.	SU2	ST	1,000	0,094
V74 <sup>†</sup>	A befektetési összeg csepegtetése mérföldkövek teljesítéséhez kötve.	LS	ST	0,000	0,076
V86 <sup>††</sup>	Vétőjog: felvásárlás, jelentősebb mértékű eszközzeladás vagy hitelfelvétel esetére.	SE	SU2	2,500	0,049

\*Mann-Whitney-féle U-teszt; mintaelemszám: N<sub>SE</sub> = 3, N<sub>SU2</sub> = 4, N<sub>LS</sub> = 4; N<sub>ST</sub> = 2; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU2 = állami háttérű befektetőket nem tartalmazó start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők, ST = állami háttérű befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett, a „††” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 5\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

Megjegyzés: mivel a mintaelemszám,  $k = 4$ , így a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő korrigált szignifikancia szint  $\alpha = 5\%$  esetén,  $\alpha / 4 = 0,05 / 4 = 0,0125$  (1,25%). Nem volt olyan p-érték, mely a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő szignifikancia szint alatt lett volna.

*Forrás:* Saját kutatás

A nemparaméteres próbákat követték a klaszteranalízisek, melyekbe összesen 15 változót vontam be az ügyletstrukturálás témaköréből. Mivel az alfejezet elején jeleztem, hogy az állami háttérű befektetőket külön csoportként kezelem, így ennek megfelelően a hierarchikus és nem hierarchikus klasztermegoldások vizsgálatánál, a négyklaszteres megoldásokat is elemeztem. A változók számát és a lefutott klaszteranalízisek eredményeit a *11. számú melléklet 29. és 31. táblázatai* mutatják.<sup>146</sup> Az egyik eredmény, hogy **a szakaszos finanszírozás, valamint a**

<sup>145</sup> Azon ügyletstrukturálással kapcsolatos állításokat jelölő változókra lefutott páros Mann-Whitney-tesztek eredményeit, melyeknél a Kruskal-Wallis-féle H-tesztek szignifikáns különbséget jeleztek a finanszírozásnál eltérő vállalati életszakasztól preferáló befektetők kockázatitőke-befektetők almintái között a *9. számú melléklet 15. és 21. táblázata* mutatja, a befektetők finanszírozásnál preferált vállalati életszakasztól szerinti eredeti és korrigált csoportosítása alapján.

<sup>146</sup> Noha az ügyletstrukturálást illetően, az alfejezetben csak azon statisztikai vizsgálatok eredményeit mutattam be, melyek a kockázatitőke-befektetők finanszírozásnál preferált vállalati életszakasztól szerinti korrigált csoportosításán

**céltársaság kulcsembereire kötendő életbiztosítás előírása esetében az érett vállalati életfázisra koncentrálnó befektetők egy önálló klaszterbe kerültek**, elkülönülve az összes többi befektetőtől, visszaigazolva ezzel a nemparaméteres próbák eredményeit is.<sup>147</sup> Az ezt követően elvégzett varianciaanalízisből kiderült, hogy az érett vállalati életfázist preferáló befektetők valóban homogén csoportot alkotnak, hisz a mintaelemek csoporton belüli szórása jóval alatta marad a teljes minta szórásának. Főleg a mérföldkövekhez kötött ütemezett befektetést jelölő változónál sikerült homogén csoportokat létrehozni, ennél a változónál ugyanis az egy klaszterbe kerülő korai vállalati életfázisra koncentrálnó és állami háttérű befektetők is homogén csoportot alkottak (*11. számú melléklet 32-33. táblázatai*). A klaszteranalízisek másik eredménye a befektetők eltérő tulajdonosi háttere szerinti vizsgálathoz kapcsolódik, hiszen az állami érdekeltségű befektetők az exit időpontjának meghatározása és a befektetői részesedés eredeti tulajdonosok általi visszavásárlásának előírása miatt ismét önálló klasztert alkottak (*11. számú melléklet 36. táblázata*).

Tekintettel arra, hogy a felméréseimben szereplő befektetők által említett tranzakció strukturálási technikák megfelelnek a nemzetközi szakirodalomban is megjelenő gyakorlatnak, azt állítom, hogy **a Magyarországon működő kockázati tőke-befektetők nagyrészt adaptálni tudták a fejlettebb nyugat-európai országok és az Egyesült Államok kockázati tőke-befektetőinek ügyletstrukturálási módszereit**. Ezek közé tartozik a befektetőket megillető elsőbbségi jogokat megtestesítő értékpapírok alkalmazása, a stratégiai kérdéseket érintő vétőjogok kikötése, a hozamelsőbbség, az exitet segítő speciális jogok és a különféle kontroll jogok előírása, valamint a befektetési összeg mérföldkövekhez kötött szakaszos folyósítása (Sahlman [1988], [1990], Gompers [1997], Black és Gilson [1998], Kaplan és Strömberg [2002], [2004]). A kelet-közép-európai régióra jellemző sajátosságok ettől még megjelennek, hiszen a részvények helyett az általam megkérdezett befektetők inkább üzletrészeket birtokolnak, melyeknél ugyanakkor nehezebb érvényesíteni bizonyos, a fejlett kockázati tőke-piaccaal rendelkező országok befektetőinél jól működő, de elsőbbségi részvényfinanszírozásra specializált klauzulákat. Farag et al. (2004) szerint a régióban megvalósított ügyletek finanszírozása főleg közönséges részvényekkel történik, felmérésem ezzel szemben az elsőbbségi üzletrészek vagy részvények használatát támasztja alá. Kutatásom nem igazolta vissza Lerner és Schoar [2005], valamint Klonowski [2006] azon megállapítását, mely szerint a régió befektetői – a jogrendszer fejletlenségéből adódó befektetői kockázat miatt – elsősorban többségi tulajdoni részesedés megszerzésére törekednek. Ehelyett a kutatás arra mutatott rá, hogy a részesedési viszonyok mértéke inkább a befektetők életciklus preferenciájával függ össze, a korai fázisú befektetők sokszor megelégednek a kisebbségi pozícióval, míg a kivásárlási alapok általában a többséghez ragaszkodnak. Az életciklus preferencia szerinti vizsgálat azt is igazolta, hogy a szakaszos finanszírozás valóban a korai fázisú befektetők sajátossága, míg az érett életfázisban a befektetők egy összegben bocsátják rendelkezésre a tőkét, a finanszírozáshoz pedig gyakran igénybe vesznek bankhitelt is (Gompers [1995], Gompers és Lerner [2006], Payne et al. [2009], Gompers et al. [2016/b]). Szindikált befektetésekből ugyanakkor kevesebb történik, ami a vonzó projektek kisebb számával és a tranzakciók relatíve kisebb méretével függhet össze. Újszerű eredménynek számít az állami háttérű befektetők által alkalmazott zárt finanszírozási rendszer, mely a tőkeági és hitelfinanszírozás jegyeit egyaránt magában hordozza. Hasonló következtetésre csak viszonylag kevés magyarországi kutatás jutott, ám ezek mindegyike a klasszikus kockázati tőke-befektetésektől eltérő kategóriába sorolta az állam által végrehajtott közvetlen tőkebefektetéseket (Ludányi [2001], Karsai [2004] és [2017], Kovács [2011/a]).

---

alapultak, ettől függetlenül a klaszteranalíziseket lefuttattam a befektetők preferált életszakasz szerinti eredeti csoportosítására is. A vizsgálatba bevont változókat és a klaszteranalízisek eredményeit a *11. számú melléklet 11., 13. és 14. táblázatai* mutatják.

<sup>147</sup> A klasztervizsgálat során az egyik állami háttérű befektetőt ki kellett szűrni a vizsgálatból, mivel önálló klasztert alkotott.

A fenti megállapítások alapján a H6-os hipotézisemet is igazoltnak tekintem, vagyis azt állítom, hogy a Magyarországon működő, állami háttérű kockázatitőke-befektetők egy sajátos feltételrendszerből álló, zárt finanszírozási konstrukciót nyújtanak, mely ennél fogva nem felel meg a klasszikus értelemben vett kockázatitőke-befektetéseknek. Igazoltnak tekintem továbbá, hogy a korai fázisú befektetők finanszírozási gyakorlatára a mérföldkövekhez kötött szakaszos folyósítás jellemző, a kivásárlási alapok pedig a nagyméretű tranzakcióik miatt gyakran vesznek igénybe bankhitelt, a folyósítást viszont általában egy nagyobb összegben valósítják meg.

### 4.3. Új és újszerű tudományos eredmények

Kutatásaim alapján, az alábbi új és újszerű eredményekkel egészíthetők ki a kockázatitőke-befektetők befektetési döntési folyamatáról eddig rendelkezésre álló ismeretek:

**1. A Magyarországon működő kockázatitőke-befektetők befektetési döntési folyamata hasonló struktúrát követ és hasonló döntési szakaszokat tartalmaz (ügyletgenerálás, előszűrés, szándéknyilatkozat, részletes átvilágítás, ügyletstrukturálás), mint a fejlettebb kockázatitőke-ágazattal rendelkező országok befektetőinek döntési folyamata. Érdemes ugyanakkor a befektetőket differenciálni tulajdonosi háttérük és vállalati életciklus preferenciájuk szerint, mivel mindkét megközelítés alapján az egyes csoportokra jellemző működési sajátosságok tárhatók fel.**

A teljes befektetési döntési folyamat formalizáltságát elsősorban a befektető szervezeti mérete és tulajdonosi háttére határozza meg. Az állami háttérű befektetők, a többi befektetői csoporthoz képest egy adminisztratívabb, formálisabb döntési folyamatot követnek, melyet akár három döntési szint és döntési kör is jellemezhet. A projektek értékelését előre elkészített, egységes kinézetű adatlapok és nyomtatványok, illetve saját készítésű pénzügyi modell alapján végzik egységesen minden projektre vonatkozóan. A hibrid tőkealap-kezelők döntési folyamata hasonlóságokat mutat az állami háttérű befektetőkével, de mégsem tekinthető annyira formálisnak és adminisztratívának. A magáneredetű forrásokat kezelő befektetők döntési folyamatát célszerű az életciklus preferencia szerint különválasztani, a bonyolultabb szervezeti struktúrával rendelkező nagyméretű kivásárlási alapok ugyanis formálisabb döntési mechanizmussal működnek, míg a korai fázist preferáló magánbefektetők (magvető és start-up) döntéshozatala kevésbé szabályozott. A kivásárlási alapoknál, a döntési folyamat formális jellegét a döntési körök száma eredményezi, döntési szintből ugyanis általában csak egy van, mely a befektetői bizottsági szintet jelöli. A kockázatitőke-befektetők döntési folyamatán belül kétféle előszűrésre is sor kerül, az egyik tekinthető általánosnak, a másikat viszont a befektető tulajdonosi háttére és életciklus preferenciája határozza meg.

A magáneredetű forrásokat kihelyező kockázatitőke-befektetőkön belül, az érett vállalati életszakasz finanszírozására szakosodott befektetők sokkal nagyobb szerepet szánnak a külső tanácsadóknak és közvetítőknak a befektetési döntési folyamat egésze során, mint a korai vagy a magvető fázis finanszírozására szakosodott befektetők vagy, mint az állami háttérű befektetők. A közvetítők és tanácsadók nemcsak az átvilágításban, de az ügyletgenerálásban, az ügyletstrukturálásban és az exitben is aktívan részt vesznek. A kivásárlási alapoknál az ügyletgenerálás sajátos fórumai a nyilvános aukciók, de olyan alapkezelő is van, mely külön az ügyletgenerálásra létrehozott originátor csapatot működtet szervezetén belül. Az alap-specifikus szűrést a potenciális új projektek mérete határozza meg, a kivásárlási alapok ugyanis csak olyan cégekbe investálnak, melyek árbevétel vagy EBITDA-termelőképesség alapján megfelelnek a befektetési stratégiában lefektetett limiteknek.

**2. Az állami tulajdonosi háttérű kockázatitőke-befektetők sajátos pozíciót foglalnak el a magyarországi kockázatitőke-piacon, mely elsősorban zárt, hitel- és tőketípusú**

## **finanszírozási motívumokat egyaránt tartalmazó befektetési konstrukciójukkal magyarázható.**

Az állami háttérű befektetők zárt finanszírozási konstrukciója az elvárt hozam, a befektetési futamidő, valamint a kiszállás módjának előre történő rögzítéséből adódik. Hozamfeltételeik alacsonyak, mellyel a hagyományos ágazatokban működő, alacsonyabb növekedési potenciállal rendelkező vállalkozások számára is elérhetővé teszik ezt a fajta finanszírozást. A hozamelvárás kialakítása a banki gyakorlathoz hasonlít, referenciahozam és egy felár egyaránt megállapításra kerül, utóbbi komponens mértékét gyakran a céltársaság minősítésével határozzák meg. Banki biztosítékok előírására is sor kerülhet, a megcélzott tulajdoni részesedés pedig mindig kisebbségi. Összességében a konstrukcióról elmondható, hogy feltételrendszere alapján nem feleltethető meg a klasszikus értelemben vett kockázati befektetéseknek, a finanszírozási döntéseket nem tisztán üzleti-piaci szempontok, hanem regionális fejlesztési és gazdaságpolitikai célok határozzák meg.

- 3. A befektetési lehetőségek értékelésénél – függetlenül a kockázati befektetők tulajdonosi háttérétől és a finanszírozásnál preferált vállalati életciklustól – a Magyarországon működő kockázati befektetők ugyanazokat az általános értékelési kritériumokat tartják fontosnak, mint a fejlett kockázati piaccal rendelkező országok befektetői. Ezek közé a kritériumok közé a menedzsment, a célpiac növekedési potenciálja, valamint az exit és hozampotenciál tartozik. A projekt szakágazati hovatartozása ugyanakkor nem releváns kritérium, ami arra utal, hogy a magyarországi kockázati befektetők generalista szemléletet követnek. Az értékelésnél figyelembe vett szempontokat a befektetők eltérő tulajdonosi háttéré és életciklus preferenciája egyaránt befolyásolja.**

A menedzsment esetében a befektetők a többtagú csapatokat preferálják, a csapat tagjainak megítélése pedig pozitív hozzáállásuk, korábbi vállalkozói-piaci tapasztalatuk és funkcionális diverzifikáltságuk alapján történik. A korai vállalati életfázist preferáló befektetők számára, a projektek értékelésénél – beleértve az előszűrést és a részletes átvilágítást is –, a szabadalmi védettség megléte vagy megszerzhetősége, a prototípus rendelkezésre állása, és a menedzsment által korábban megszerzett vállalkozói tapasztalat számít fontos értékelési kritériumoknak. A korai fázisú befektetők az egyedi csúcstechnológiát képviselő projekteket keresik, a prototípusfejlesztésre ugyanakkor csak a magvető fázisú befektetők vállalkoznak, a start-up befektetők nem. A korai szakaszú ügyleteknél, a növekedéshez szükséges tőkeigényt a vállalkozások alapítói nehezen tudják helyesen megbecsülni, így ebben az életfázisban gyakran sor kerül az igényelt befektetési összeg újratárgyalására, melyben maguk a befektetők is segítséget tudnak nyújtani. A megfelelő tranzakciós méret megtalálása a befektetők hatékony tőkeallokációja miatt is fontos.

Az érett vállalati életszakasz finanszírozására szakosodott befektetőknél a céltársaság mérete (árbevétel vagy EBITDA alapján), múltbeli cash flow termelő képességének stabilitása, tőkeszerkezete, valamint egy adott piaci résben betöltött piacvezető szerepe vagy annak rövid távú elérhetősége jelentik a legfontosabb értékelési szempontokat. A menedzsment értékelése során fontos, hogy a fontosabb funkcionális területek lefedettsége biztosított legyen, illetve, hogy a csapat a tulajdonosi körtől független emberekből álljon. Mivel a portfóliócégek értékének növelése gyakran új cégek akvizíciójával, majd a portfólióban lévő cégekhez történő hozzáillesztésével történik, így az értékelés során, a projekt iparágán belüli konszolidációs lehetőségek vizsgálatának is nagyon fontos. Ennek a későbbi exit szempontjából is van jelentősége, hisz a megkérdezett kivásárlási alapok képviselői a kiszállás megvalósítását főleg a szakmai befektetőknek történő értékesítésben látják.

- 4. A projektek becsült piaci értékének megállapításához, a Magyarországon működő kockázati tőke-befektetők a vállalatértékelési sztenderdeknek megfelelő módszereket használják. Az értékelési módszereken belül, a relatív vagy szorzószámú értékelés egyre nagyobb népszerűségnek örvend, ami illeszkedik a fejlettebb kockázati tőke-ágazattal rendelkező országok befektetőinek értékelési gyakorlatához. Egy-egy befektető általában több értékelési módszert is használ egyszerre, azonban a befektetők életciklus preferenciája hatással van arra, hogy a befektető végül melyik eljárást tekinti dominánsnak.**

A magvető tőkealapok elsősorban a diszkontált cash flow (DCF) alapú értékelési modellt használják, melynek során a projektfejlesztési költségekből kiindulva építik fel azt a pénzáram előrejelzést, mely a befektetésük megtérülését biztosítani tudja. A relatív értékelést inkább kiegészítésként használják, mivel magvető szakaszban nehéz olyan hasonló, nyilvános árazású befektetési tranzakciót találni, melyet fel lehetne használni benchmarkként. A start-up befektetők ezzel szemben már a relatív értékelést preferálják, ami egyrészt arra utal, hogy már a korai fázisú kockázati tőke-befektetők is el tudták sajátítani a módszer alkalmazásának lépéseit, másrészt pedig rendelkezésre állnak olyan korai fázist érintő, országos vagy regionális vonatkozású tranzakció árazási adatok, melyeket fel lehet használni az értékelés során. Ez egyben a magyarországi akvizíciós, cégértékesítési és tőkebevonási piac elmúlt két és fél évtizedet érintő fejlődését is fémjelzi.

Az érett vállalati életszakasz finanszírozását preferáló befektetők szintén a relatív értékelési eljárást használják elsősorban, ezen belül pedig a jövőbeli eredményen alapuló szorzószámú értékelést preferálják azzal a kiegészítéssel, hogy az EBIT és EBITDA szorzók mellett, a tőzsdei adatokat igénylő P/E ráta szerinti értékelésre is gyakran támaszkodnak. Emellett, a befektetők a hasonló tranzakciók árazásán alapuló relatív értékelést is alkalmazzák, melynél a hasonló cégek halmaza szélesebb, mint a korai fázisú ügyleteknél, a szintén érett életszakaszban lévő tőzsdei vállalatok jelenléte, illetve a nagyobb méretű cégeket érintő eladási tranzakciók nagyobb száma miatt.

- 5. A Magyarországon (is) működő, magáneredetű forrásokat kezelő kockázati tőke-befektetők az általuk preferált vállalati életciklussal összhangban határozzák meg hozamelvárásukat, melynek mértéke megfelel a fejlettebb kockázati tőke-ágazattal rendelkező országokban működő befektetők általános hozamelvárásának. A hibrid tőkealap-kezelőknél és az állami háttérű befektetőknél ugyanakkor inkonzisztencia áll fenn az elvárt hozam és az életciklus preferencia között, ami a piacinál puhább hozamfeltételekben mutatkozik meg.**

A kockázati tőke-befektetők hozamelvárását a stratégiájukban lefektetett életciklus preferencia alapvetően meghatározza. A korai fázisú ügyletekhez magasabb finanszírozási kockázat tartozik, így az ilyen típusú ügyletek hozamelvárása a legmagasabb. A kockázati tényezők közé a befektetési futamidő és a projekt felfuttatásához szükséges tőkeszükséglet bizonytalansága, valamint különféle projekt-specifikus tényezők tartoznak. Az érett vállalati életszakaszban ezzel szemben alacsonyabb a kockázat, hiszen a céltársaságnak van értékelhető múltja, a termék vagy szolgáltatás már bizonyított a piacon, a szervezeti struktúra fejlettebb, a menedzsment összetétele professzionális. A legmagasabb hozamelvárással a magáneredetű forrásokat kihelyező befektetők működnek, mely az alapkezelők ösztönzési rendszeréből, az alapok kezelt tőkéjét biztosító végbefektetők hozamigényéből és az állami védernyő teljes hiányából adódik.

Ezzel szemben a hibrid tőkealap-kezelők és az állami háttérű befektetők a piacinál alacsonyabb mértékű hozammal is megelégednek, mely így ellentmondásos helyzetet teremt

az életciklus preferenciából adódó finanszírozási kockázat és az ahhoz kapcsolódó tényleges hozamelvárás között. Az ellentmondást egyrészt az oldja fel, hogy mindkét befektetői csoportnál, a befektethető forrás költsége is alacsonyabb, a Jeremie programban résztvevő alapkezelők pedig csak kisebb részben kockáztatják az alap tőkéjének magáneredetű hányadát. Emellett, a befektetési kockázatot csökkenti a program által biztosított hozamtérítés és a kezdeti veszteségek nagyobb részének állam általi átvállalása. Az állami befektetők esetében az alacsonyabb hozamelvárást a befektetők fejlesztési törekvése is indokolja, melynek lényege, hogy a finanszírozási konstrukciót minél szélesebb vállalati kör számára elérhetővé tegye.

**6. A Magyarországon működő kockázatitőke-befektetők ügyletstrukturálási gyakorlata tartalmazza azokat a szerződéses eszközöket, melyek a fejlett kockázatitőke-piaccaal rendelkező országok befektetői is alkalmaznak. A befektetők tulajdonosi háttere és életciklus preferenciája hatással van a tranzakciók szerződéses feltételeire.**

A nyugat-európai és angolszász területek kockázatitőke-befektetői gyakorlatában már ismert elsőbbségi jogokat, a kiszállást segítő speciális jogokat, a vállalati működés stratégiai kérdéseibe történő beavatkozást lehetővé tevő vétőjogokat a felmérésekben résztvevő befektetők is alkalmazzák. A befektetést követő monitoring is hasonló eszközökkel történik, melyek körébe a rendszeres jelentési kötelezettség, illetve a vezető testületekben való képviseleti jog előírása is beletartozik. A tranzakciók finanszírozása nagyrészt üzlet rész szerzésen keresztül valósul meg, melyeknél ugyanakkor nehezebb érvényesíteni az egyébként részvényfinanszírozásra szabott szerződéses elemeket. Kevésbé elterjedt továbbá az alapítók részesedésének fokozatos visszajuttatását („*vesting*”) és a befektetők részesedésének hígulása ellen védelmet nyújtó szerződéses biztosítékok használata. Az eltérő vállalati életciklus preferenciából adódóan, a korai fázisú befektetők a mérföldkövekhez kötött szakaszos folyósítással oldják meg a finanszírozást, többségi részesedés megszerzésére pedig nem törekednek. A kivásárlási alapok ezzel szemben egy összegben helyezik ki a tőkét, többségi részesedést szereznek a céltársaságban, a tranzakció finanszírozását pedig kiegészítik bankhitelek igénybevételeivel is.

Az értekezés bevezetőjében felállított hipotéziseim értékelését a 29. táblázat mutatja a kutatással érintett főbb témacsoportok szerint.

**29. táblázat: A doktori értekezésben bemutatott hipotézisek értékelése**

Hipotézis azonosítója	Témacsoport	Vizsgálat módszere	Hipotézisvizsgálat eredménye
H1-H2	Befektetési döntési folyamat	Döntési folyamat feltárása nyitott kérdésekkel	IGAZOLVA
H3	Projektértékelési kritériumok	Nemparaméteres próbák, klaszteranalízis	IGAZOLVA
H4	Projektértékelési kritériumok	Nemparaméteres próbák, klaszteranalízis	RÉSZBEN IGAZOLVA
H5	Projekt üzleti értékének becslési módszerei	Nemparaméteres próbák, klaszteranalízis, varianciaanalízis	RÉSZBEN IGAZOLVA
H6	Ügyletstrukturálás	Nemparaméteres próbák, klaszteranalízis, varianciaanalízis	IGAZOLVA

*Forrás: Saját szerkesztés*

A felállított hipotézisek többségét kutatásom igazolta. A H1-es és a H2-es hipotézisek vizsgálata a kockázatitőke-befektetési döntési folyamat tanulmányozásával történt, az erre vonatkozó nyitott kérdések megfogalmazásával, majd az azokra adott válaszok feldolgozásával. A H3-H6-os hipotézisek többnyire a Likert-skálás kérdőívvel érintett főbb témacsoportokra vonatkoznak, melyek kiértékelése nemparaméteres próbák és klaszteranalízisek lefuttatásával történt. A H4-es

---

és H5-ös hipotéziseket részben tekintem igazoltnak. A H4-es hipotézis vizsgálatánál, a korai fázisú befektetők szignifikánsan elkülönültek a többi befektetői csoporttól, mivel számukra a szabadalmi védettség kérdése, az alapítók korábbi vállalkozói tapasztalata és a prototípus rendelkezésre állása mind fontos, a differenciálás alapját jelentő értékelési kritériumoknak számítottak. Ezzel szemben a kivásárlási alapok projektértékelésénél fontos, a céltársaság múltbeli cash flow-jának stabilitására és a vállalkozás által betöltött vezető piaci pozícióra vonatkozó kritériumoknál a kivásárlási alapok nem különültek el egyértelműen a korai vállalati életszakaszt preferáló befektetőktől. A H5-ös hipotézis azért került részben igazolásra, mert a korai fázisú befektetőkre nem volt egységesen igaz, hogy a diszkontált cash flow alapú értékelésre támaszkodnak a projektek vagy vállalkozások üzleti értékének becslésekor. A hipotézis másik felét ugyanakkor sikerült igazolni, hisz a lefuttatott nemparaméteres próbák és klaszteranalízisek szerint, a kivásárlási alapok a múltbeli eredményalapú szorzószámok és a P/E rátán alapuló értékelés tekintetében is elkülönültek a korai fázisú befektetőktől. A H6-os és a H7-es hipotézisek az ügyletstrukturálásra vonatkoztak, melyek közül a H6-os hipotézis első állítását mind a nemparaméteres próbák, mind a klaszteranalízisek igazolni tudták. Az előre meghatározott befektetési összeg, futamidő és kiszállási stratégia kapcsán az állami háttérű befektetők szignifikánsan elkülönültek a többi befektetői csoporttól, bizonyítva ezzel zárt finanszírozási konstrukciójukat. A H6-os hipotézis második állításánál a korai fázisú befektetőkre jellemző szakaszos finanszírozást a nemparaméteres próbák és a klaszteranalízisek is igazolták, míg az érett életszakaszt preferáló befektetők ügyletstrukturálási sajátosságait (egy összegben folyósítás és bankhitel) főleg a nemparaméteres próbák támasztották alá.

## 5. KÖVETKEZTETÉSEK ÉS JAVASLATOK

A befektetési döntési folyamat tanulmányozása rámutatott arra, hogy a Magyarországon működő kockázatitőke-befektetők döntési mechanizmusa nagyon hasonlít a nemzetközi kutatásokban feltárt, fejlettebb kockázatitőke-piacal rendelkező országokban működő befektetők döntési gyakorlatára. A döntési struktúrát ugyanazok a szakaszok alkotják, az előszűrést, az előzetes értékelést, a részletes átvilágítást és az ügyletstrukturálást hasonló befektetői tevékenységek szövik át sőt, a felek között létrejövő előzetes befektetői megállapodásokban is megtalálhatók azok a tartalmi elemek, melyeket a nyugat-európai vagy angolszász befektetők is használnak. Mindebből arra lehet következtetni, hogy **a kockázatitőke-ágazat fejlődésével a magyarországi befektetők adaptálni tudták a fejlett piacokra jellemző befektetési döntési gyakorlatot.** Az ágazat fejlődésére utal az is, hogy a felméréseimben résztvevő befektetők között van olyan, amelyik stabil pozíciót tudott kiépíteni magának a befektetői piacon, rendelkezik értékelhető múlttal, sőt több sikeres, nagy hozamot produkáló exitet is fel tud mutatni. **A referenciáikon alapuló reputációjuk megerősödésével ezeknek a befektetőknek nincs szüksége aktív ügyletgenerálási tevékenységre annak érdekében, hogy megfelelő volumenű új projektet tudjanak magukhoz vonzani.** Az ügyletgenerálás aktivitása ehelyett inkább függ attól, hogy a befektető új szereplőnek minősül-e a piacon, illetve, hogy az általa kezelt alap futamideje korai szakaszban van-e még. A befektetési lehetőségek közötti szűrés során figyelembe vett szempontokat a befektetők tulajdonosi háttere, a kezelt források eredete és az alapkezelő befektetési stratégiája – beleértve a vállalati életciklus preferenciát is – egyaránt befolyásolja. **A szakágazati hovatartozás ugyanakkor nem releváns tényező, ami arra utal, hogy a magyarországi kockázatitőke-befektetők alapvetően generalista szemléletet követnek,** befektetési portfóliójukat pedig nagyfokú iparági változatosság jellemzi. A generalista megközelítés egyrészt összefügg a gazdasági adottságokkal, nevezetesen, hogy a fejlett piacokhoz képest Magyarországon, az egyes szektorokat alkotó vállalkozások elemszáma alacsonyabb, így **a befektetőknek nincs annyira mély merítési alapjuk egy-egy iparágon belül.** Másfelől viszont a kutatás arra is rámutatott, hogy a kockázatitőke-befektetők meglehetősen szigorú, több ellenőrzési pontot is tartalmazó döntési folyamatot követnek, és a befektetési lehetőségek között erősen szelektálnak. Emiatt **relatíve kevés vállalkozás tud megfelelni az általuk elvárt növekedési, hozam vagy méret követelményeknek.** **A befektetők ennél fogva nem tehetik meg, hogy tevékenységüket csak egy adott iparágra specializálják, hanem kell, hogy legyen rálátásuk minden olyan iparágra, ahol nagy növekedési potenciálú cégek jelenhetnek meg.** Az iparági szakértelem hiánya ugyanakkor megnöveli a külső iparági szakértők bevonásának jelentőségét, akik segíthetik a befektetőket a megalapozott döntés meghozatalában. A kutatásból kiderült, hogy nincs olyan szektor-specifikus kockázatitőke-alap Magyarországon, mely a kezelt tőke tekintetében is komoly szereplőnek minősülne. A szektorspecifikus befektetési tevékenység akkor lehet hatékony, ha a célpiac kellően nagy (pl.: USA), illetve ha a befektető földrajzilag több térségben is aktív.

A projektek és vállalkozások üzleti értékének megállapítása során, **a Magyarországon működő kockázatitőke-befektetők is a nemzetközi vállalatértékelési sztenderdeknek megfelelő módszereket használják.** A diszkontált cash flow alapú és a relatív értékelés egyaránt megjelenik, a befektetők ugyanazt a projektet több eljárással is értékelik, ám a döntési gyakorlatuktól függően egy-egy módszernek nagyobb hangsúlyt adhatnak. Kutatásom szerint **a relatív értékelés egyre népszerűbb a magyarországi kockázatitőke-befektetők körében,** ami ismét összefüggésbe hozható a fejlett piacokon működő befektetők értékelési technikájának adaptálásával és a befektetők finanszírozási tapasztalatának növekedésével. Mindezt persze lehetővé tette az is, hogy **időközben a vállalatfelvásárlási és akvizíciós piac is fejlődött Magyarországon,** melynek köszönhetően a relatív értékeléshez szükséges cégeladási és tőkebevonási tranzakciók száma is bővült. **Az elvárt hozam kialakítása során a befektetők figyelembe veszik a nemzetközi kockázatitőke-iparágra jellemző általános hozamelvárési**



**szinteket**, az állami háttérű, valamint a hibrid tőkealapokat kezelő befektetők kivételével pedig hozamkövetelményüket életciklus preferenciájukhoz is hozzáigazítják.

A finanszírozás biztosítása főleg elsőbbségi jogokkal felruházott üzletrészekben keresztül történik, de az angolszász kockázatitőke-piacon domináns elsőbbségi részvényeknek is egyre nagyobb a jelentősége. Ezt azért fontos megemlíteni, mert **az angolszász országok befektetőinek ügyletstrukturálási gyakorlata részvénytípusú finanszírozásra lett specializálva, így az általuk alkalmazott strukturálási technikák adaptációját és működését megkönnyíti, ha a magyarországi befektetők is részvényekkel oldják meg a tőkebefektetést.** A befektető és a céltársaság által kötött jogi dokumentumokban megjelennek a kiszállást segítő speciális jogok (tag-along és drag-along), viszont az alapítók részesedésének fokozatos visszajuttatását lehetővé tevő és a befektetői részesedés hígulása ellen védelmet nyújtó klauzulák („vesting” és antidilution provision”) használata még nem terjedt el annyira. Kutatásom szerint **a befektetőknek nincs feltétlenül szükségük arra, hogy portfóliócégekben többségi tulajdoni részesedést szerezzenek**, ehelyett megelégednek a kisebbségi részesedéssel is. A befektetők tehát biztonságban érezhetik magukat akkor is, ha kisebbségi pozícióban vannak, mert érvényesíteni tudják az őket megillető speciális elsőbbségi jogokat. **A több befektető közreműködésével végrehajtott, szindikált befektetések nem jellemzőek Magyarországon**, a megkérdezett befektetők közül egyedül a kivásárlási alapok számoltak be arról, hogy részt vettek már ilyen ügyletekben. Ezekben az esetekben a szindikálásra vagy a tranzakció mérete miatt került sor vagy amiatt, mert a tranzakcióban résztvevő befektetők finanszírozási konstrukciói ugyan eltérőek voltak, de jól ki tudták egészíteni egymást. **Korai szakaszú ügyleteknél viszont csak nagyon ritkán fordult elő szindikálás**, holott az angolszász területeken, az ilyen típusú ügyletek finanszírozása is sokszor több befektetővel egyszerre történik meg. A szindikálás kisebb jelentőségét egyrészt magyarázhatja, hogy **kevesebb a valóban értékes projekt**, így a befektetők ha rátalálnak egyre, akkor annak finanszírozását inkább saját maguk akarják megoldani. **Korlátozó tényező lehet az alapléte is**, mely a magyarországi befektetők esetében számottevően kisebb, mint a fejlett kockázatitőke-piacokon. **A kisebb alapléte miatt a befektetők nem tudnak annyi projektben részt venni, hiszen kizárólagos projektjeikbe is több körben kell investálniuk.** Így viszont kevesebb lehetőségük nyílik arra, hogy az alap forrásából szindikált ügyletek megvalósítására is elkülönítsenek. További akadályozó tényező lehet, ha **a projektben nincsen akkora növekedési potenciál, mely biztosítani tudná azt, hogy a finanszírozásban résztvevő mindegyik befektető elérje a számára elvárt megtérülést.**

A projektek vizsgálata során, a magyarországi kockázatitőke-befektetők is ugyanazoknak a kritériumoknak adják a legnagyobb hangsúlyt, mint a fejlett piacokon működő társaik. Ennek megfelelően **a menedzsmenttel, a célpiacon, illetve a projektben rejlő exit- és hozampotenciállal kapcsolatos szempontok kapják a legnagyobb befektetői figyelmet.** Felmerésem rámutatott arra, hogy a befektetési stratégia, azon belül is a befektetők életciklus preferenciája hatással van a projektértékelésre, az általánosan fontosnak tartott kritériumok mellett ugyanis a korai fázisú befektetőket teljesen más szempontok érdeklik, mint a kivásárlási alapokat. **A korai fázisú befektetők például előnyben részesítik azokat a projekteket, melyek valamilyen egyedi csúcstechnológiát képviselnek**, törekednek az innováció szabadalmi védettségének biztosítására és nagyobb bizalmat szavaznak meg azoknak a menedzsment tagoknak, akik vállalkozói múlttal rendelkeznek. **A korai szakaszon belül, a start-up befektetők nem hajlandók vállalni a prototípusfejlesztéssel járó kockázatot**, így elsősorban olyan lehetőségeket keresnek, melyeknél már van működő termék vagy szolgáltatás. A magvető alapok ezzel szemben finanszírozzák a prototípusfejlesztést, problémát jelent viszont, hogy ezekből az alapokból kevés van a piacon. **Fontos lenne, ha a kockázatitőke-piaci szereplők végig tudnák követni a vállalkozások életpályáját és mindegyik életciklusban elegendő számú befektető lenne elérhető.** A Jeremie program előrelépést jelentett ebbe az irányba, más kérdés, hogy a program keretében felállított 28 alapléból mindössze négy működött magvető alap

formájában. Mindemellett, a magvető fázisban nemcsak a forrás biztosítása lenne fontos, nagy jelentőségük van még a projektvezetők részére nyújtott kiegészítő szolgáltatásoknak és mentorálásnak is (pl.: piacelemzés és tesztelés, üzleti modell kidolgozása, stratégiai kapcsolatok kiépítése, stb.), melyekkel az ötletgazdák felkészülhetnek a piaci bevezetésre és következő körös tőkebevonásra is. A magvető alapok létjogosultságát igazolja még, hogy **a korai fázisú ügyletek tőkeigénye nem mindig éri el a befektetők számára hatékony méretet**, hiszen a start-up befektetőknél is van preferált mérettartomány, mely alá nem szívesen mennek. Másfelől viszont sokszor az alapítók maguk sem mérik fel helyesen a növekedés tényleges tőkeszükségletét, a kutatás szerint ugyanis **korai fázisban gyakran szükség van az eredetileg igényelt befektetési összeg módosítására**. A megfelelő finanszírozási igény meghatározásában – befektetési tapasztalatukra támaszkodva – a tőkealapok képviselői is tudnak segíteni. A korai szakaszban lévő ügyletek átvilágítása döntően külső szakértőkkel történik, a tranzakciós költségek visszafogása érdekében azonban bizonyos feladatokat a befektetők saját maguk látnak el. Emiatt **az átvilágításnak van egy külső és egy belső szakasza is, melyek egymással párhuzamosan haladnak** a projektértékelés során. Ebben az életfázisban **a befektetés várható futamideje nagyon fontos kockázati tényező**, hiszen nehezen mondható meg előre, hogy a befektetőnek egyrészt mennyi ideig kell a céltársaságban maradnia ahhoz, hogy a kiszállást megfelelő hozammal meg tudja valósítani, ahogy azt is nehéz megítélni, hogy ehhez a befektetőnek hány finanszírozási kört kell biztosítania. Ebben a vonatkozásban például **a hibrid tőkealap-kezelők helyzete nehéz, mert a program korlátozza számukra, hogy egy vállalkozásba összesen mekkora tőkét fektethetnek be**. Az összeghatár azonban nem iparági sajátosságok alapján differenciáltan került meghatározásra, hanem tevékenységtől függetlenül minden cégre ugyanakkora befektetési limit vonatkozik. **Ez a fajta korlátozás szembemegy a kockázati tőke gyakorlatával és megnehezíti a korai fázisban aktív befektetők törekvését abban, hogy portfóliócégek növekedéséből kihozzák a maximumot**. Az állami háttérű befektetők és a hibrid tőkealap-kezelők kivételével, a felméréseimben résztvevő kockázati tőke-befektetők hozamelhárítása igazodott az életciklus preferenciájukkal járó kockázathoz, így ennek megfelelően a korai fázisú befektetőknél magasabb hozamigényt tapasztaltam, mint a kivásárlási alapoknál. A korai fázis finanszírozásával járó magasabb kockázat a tranzakciók strukturálására is hatással van, **a magvető és start-up befektetők ugyanis rendszeresen élnek az ún. szakaszos finanszírozással**, mely lehetővé teszi számukra, hogy bizonyos teljesítménycélok elmaradása esetén változásokat eszközöljenek a projekt működésében. Jóllehet, **a hibrid tőkealap-kezelők szerint a magvető szakaszban ez a kockázatkezelési technika nem mindig hatékony, mivel a befektethető összeg nagysága túl kicsi** ahhoz, hogy érdemes legyen ütemezetten rendelkezésre bocsátani. Ebből megint az a következtetés adódik, hogy nem feltétlenül célszerű előre meghatározni, hogy egy cégbe maximum mekkora tőke fektethető be, vagy **a programnak biztosítania kellene más eszközöket a magvető szakaszban rejlő kockázatok csökkentésére**. Ilyen eszközökre pedig nagy szükség lenne, hiszen életciklus szempontjából a magvető fázisban van a legnagyobb kockázat.

A kivásárlási alapok befektetési döntési folyamatának elemzéséből megállapítható, hogy a döntési szakaszok közül a befektetők **kiemelt figyelmet fordítanak az ügyletgenerálásra, melynek sajátos fóruma a nyilvános aukció**, ahol a befektetők egymással versenyeznek a projektekért. Bár a nyilvános aukciók kifejezetten a kivásárlási alapok színterei, árfelhajtó hatásuk miatt a befektetők inkább **azokat a befektetési lehetőségeket keresik, ahol kizárólagos finanszírozási pozíciót élvezhetnek, s így kedvezőbb értékelés mellett szállhatnak be**. Nagy szerep jut továbbá a külső vállalati pénzügyi és tranzakciós tanácsadási cégeknek, illetve befektetési bankoknak, az ügyletgeneráláson át a részletes átvilágításon keresztül egészen az exit lebonyolításáig. A külső szakértők költsége ebben a vállalati életfázisban jóval magasabb, mint a korai fázisú ügyleteknél, azonban a tranzakciók nagyobb mérete miatt mégis megéri a kivásárlási alapoknak, hogy kiszervezzék ezeket a folyamatokat. **A befektetési lehetőségek szűrésénél a céltársaság mérete döntő szempont, a kutatás szerint ugyanis a preferált vállalati**

mérettartomány ebben a befektetői szegmensben árbevétel tekintetében 30 és 150 millió euró (kb. 10-50 milliárd Ft), EBITDA-ja pedig 3 és 20 millió euró (kb. 1-6 milliárd Ft) között mozog. Nem véletlen tehát, hogy az ügyletgenerálásra nagy hangsúly helyeződik, hisz nem könnyű megtalálni azokat a cégeket, melyek mérete egyrészt megfelel az említett kritériumoknak, másrészt tulajdonosaik nyitottak arra, hogy egy pénzügyi befektető bevonásával szálljanak ki cégükből. A potenciális befektetési lehetőségek szűk köre miatt a kivásárlási alapok **regionális vagy globális érdekeltséggel** rendelkeznek, melynek köszönhetően nemcsak a befektetési lehetőségek halmazát tudják bővíteni, hanem **földrajzi diverzifikációt is meg tudnak valósítani**. A befektetők fókuszában a stabil cash flow-t termelő, egészséges tőkeszerkezettel rendelkező vállalatok állnak, melyek menedzsmentje független a tulajdonosoktól, célpiaci pozíciójuk pedig meghatározó. Mivel a portfóliócégek értékének növelése sokszor újabb vállalati felvásárlások megvalósításával történik, így **a kivásárlási alapok az iparágakban rejlő konszolidációs lehetőségek vizsgálatára is kiemelt figyelmet fordítanak**. Mivel a tranzakciók a céltársaság tulajdonosi szerkezetének alapvető megváltoztatásával járnak és a befektető a beszállást követően reorganizálja a vállalati működést, a tranzakció strukturálása során a többségi tulajdoni részesedés megszerzése fontos feltétel. **A finanszírozás tőkeáttétel mellett történik, a befektetés viszont egyösszegben kerül a céltársaságba** egy kisebb nagyságú részlet visszatartása mellett. A kivásárlási alapok döntési folyamata a korai fázisú befektetőkhez képest formálisabb, tekintettel az említett alapokat kezelő szervezetek bonyolultabb felépítésére.

A magáneredetű forrásokat kihelyező befektetők **döntési folyamat modelljének felépítését, a döntési szakaszokat jellemző tevékenységeket és az értékelésnél figyelembe vett kritériumokat a befektetők életciklus preferenciája határozza meg**. A korai fázisú tőkealapok döntési folyamata egyszerűbb struktúrát követ, sőt a magvető alapoknál előfordul, hogy még formális döntéshozói fórum sem működik. A felmérés szerint, **a tisztán magáneredetű forrásokat kezelő befektetőknek a legmagasabb a hozamelvárása**, ami azzal magyarázható, hogy ezeknek az alapkezelőknek egyrészt hozamot kell biztosítaniuk az alapok végbefektetői felé is, másrészt **a tevékenységgel együtt járó veszteségeket nem fedezi harmadik fél (pl.: állam)**. Így a portfóliót olyan cégekkel is fel kell tölteniük, melyek sikeres működése esetén az exitből akkora hozam realizálható, hogy az **kompenzálni tudja a veszteséges ügyletekből adódó leírásokat is**. Harmadrészt az alapkezelők ösztönzési rendszere is úgy épül fel, hogy kiszállás esetén az exitérték adott százaléka az alapkezelőket illeti, így ők is a portfóliócég minél magasabb értéken történő eladásában érdekeltek. A megkérdezett befektetők véleménye szerint **a magyarországi befektetésekből történő kiszállás legvalószínűbb módja a stratégiai befektetőknek történő értékesítés**, vagyis amikor a portfóliócéget egy másik iparági szereplő vásárolja meg az ügyletben rejlő szinergiák kihasználása miatt. A strukturálás során **a magánbefektetők nem alkalmaznak zárt finanszírozási konstrukciót**, a befektetési feltételek az alapkezelők stratégiájának, illetve a céltársaság tulajdonosaival lezajló alkufolyamatnak a függvénye.

Relatív új szereplőknek minősülnek a magyarországi kockázatitőke-piacon a Jeremie program elindulásával megjelenő **hibrid tőkealap-kezelők**, melyek **döntési modellje egyfajta átmenetet mutat az állami háttérű és a magáneredetű forrásokat kihelyező befektetők között**. Ez azt jelenti, hogy döntési gyakorlatuk nem annyira adminisztratív, mint ami az állami befektetőknél megfigyelhető, de mégis formálisabb, mint mondjuk a korai fázisú, magáneredetű forrásokat kihelyező alapkezelőknél. A Jeremie feltételek miatt a hibrid tőkealap-kezelőknek **a befektetési lehetőségek értékelésekor figyelembe kell venniük ún. program-specifikus szempontokat is**, melyek ugyanakkor nem mindig igazodnak a kockázatitőke-piac működési sajátosságaihoz. Ilyen kritériumnak számít például **a céltársaság földrajzi elhelyezkedése**, mely a Jeremie program keretében felállított alapok többségénél a közép-magyarországi régióon kívüli területen kell, hogy legyen. A földrajzi megkötés több szempontból is problémát jelent. Egyrészt nem

életszerű, mert **a magyarországi kockázatitőke-piac a közép-magyarországi térségre koncentrálódik**, a start-up és innovációs aktivitás itt a legnagyobb, a megfelelő képzettségű szakemberkinálat pedig szintén ebben a régióban a legszélesebb. Másfelől a megkötés az **alapkezelők működését is hátráltatja azáltal, hogy adminisztrációs terheket ró rájuk**, hiszen a befektetők a jó projekteket nem a földrajzi hovatartozás alapján ítélik meg, így megtalálják a módját annak, hogy a feltételeknek is megfeleljenek, de a jó projekteket se engedjék el. **A befektetési értékhatárral és a vállalkozások múltbeli működési idejével kapcsolatos előírások szintén nehezítik a hatékony tőkeallokációt.** Az első azért, mert a kutatás rámutatott arra, hogy különösen a korai fázisú ügyleteknél, a projektek tényleges tőkeigényét nehéz pontosan megbecsülni, így ha a befektető eléri a tőkekihelyezési limitet, akkor a soron következő növekedési állomásokat már nem tudja megfinanszírozni, ami idő előtti exithöz, vagy a portfóliócég teljesítményének stagnálásához vezethet. Annak előírása, hogy a befektetők öt évnél hosszabb működési múlttal rendelkező cégekbe nem fektethetnek be szintén nem életszerű és csak növeli az adminisztrációt. A feltétel új cég alapításával kikerülhető, de az ezzel járó hivatalos ügyek sok időt és energiát emészthetnek fel, a szerződések, eszközök, szabadalmak átírása pedig problémás lehet. A kutatás szerint, **a hibrid tőkealap-kezelők hozamelvárása nincs teljesen összhangban életciklus preferenciájukkal, megtérülési követelményük ugyanis alatta van a hasonló életfázisok finanszírozására szakosodott magánbefektetők hozamelvárásának.** Az eltérés okai a program konstrukciós feltételeiből adódnak (alapok forrásösszetételén belüli arányok, hozameltérítés, veszteségátvállalás), melyek ugyan racionális ösztönzési eszközök ahhoz, hogy a befektetők figyelmét a program a korai fázisú ügyletek felé terelje, ugyanakkor **felmerül a kérdés, hogy ezek az ösztönzők nem okozhatnak-e kontraproduktivitást a finanszírozásban.** A puhább feltételek ugyanis magasabb kockázatvállalásra és gyengébb alaposágra készíthetik az alapkezelőket, mellyel hosszútávon a befektetési portfóliók minősége romolhat, a hatékony tőkeallokáció pedig sérül. A Jeremie befektetések hibrid jellege az alapkezelők tranzakció strukturálási gyakorlatában is megjelenik. A befektetők ugyanis nem zárkóznak el teljesen a futamidő vagy a hozamelvárás előre történő rögzítésétől, távolodva ezzel a valóban piaci elveken nyugvó kockázatitőke-befektetések klasszikus feltételrendszerétől.

A kockázatitőke-befektetők tulajdonosi háttér szerinti csoportosítást tekintve a kutatás egyik legfontosabb eredménye **az állami háttérű befektetők sajátos működési modelljének feltárása** volt. Az állami befektetők döntési folyamata egy formális, adminisztratív struktúrát követ, melyet több döntési kör és szint, hivatalos döntési fórum és a projektek vizsgálatánál használt saját készítésű dokumentációs csomag (adatlapok, egységes pénzügyi modell) jellemez. **A projektek értékelésekor nemcsak az üzleti szempontok dominálnak**, a befektetők gazdaságpolitikai célokat, valamint támogatási irányelveket is figyelembe vesznek, hiszen az általuk kezelt tőke vagy kormányzati, vagy Európai Unió forrásból származik. Kiemelt gazdaságpolitikai célnak számít az elmaradottabb régiók fejlesztése, valamint az új munkahelyek teremtése a KKV-szektor tőkeellátottságának javításán keresztül. **A projektek földrajzi elhelyezkedése nem számít, a befektetők törekvése az, hogy finanszírozásukat lehetőleg az ország összes régiójában elérhetővé tudják tenni.** Életciklus orientáltság szempontjából **inkább a korai fázisú ügyleteket preferálják**, mely illeszkedik az általuk követett gazdaságpolitikai célokhoz. Ezen belül azonban teljesen induló szakaszban lévő projektekkal ritkán foglalkoznak, ehelyett érdeklődési körük inkább a korai növekedési fázisra tehető. Mivel **az egyedi technológia megléte nem fontos számukra és a szabadalmi védettséggel kapcsolatos álláspontjuk is ellentmondásos**, így arra lehet következtetni, hogy befektetési stratégiájukba a **hagyományos iparágakba történő kihelyezések** is beletartoznak. Az innováció finanszírozása ettől még szintén megjelenik, de nem számít kizáró feltételnek, ha a céltársaság növekedési potenciálja nem tekinthető átlagon felülinek. **A finanszírozási feltételek ugyanakkor sokkal puhábbak**, mint a magáneredetű forrásokat kihelyező befektetők esetében, ami ugyanakkor ennél a befektetői csoportnál is ellentmond az életciklus preferenciának. A

tranzakciók strukturálása során **az állami háttérű befektetők előre definiálják a kiszállás időpontját, pontosan meghatározva ezzel a befektetés futamidejét, valamint az elvart hozam mértékét** is, mely általában egy referenciahozamból és egy felárból tevődik össze. A megállapított teljes hozam azonban alacsonyabb, mint a kockázattőke-ágazatra jellemző sztenderd, ami az elérendő célok oldaláról érthető, hisz a vállalkozások szélesebb köre tudja teljesíteni a kedvezőbb hozamfeltételeket, másfelől viszont **inkonzisztenciát eredményez a vállalt kockázat és a várható hozam között, ami a klasszikus értelemben vett kockázattőke-befektetéseknél nem elfogadható gyakorlat**. A hozampotenciált csökkenti a szerződésben lefektetett exitstratégia is, mely általában az eredeti tulajdonosok által végrehajtott kivásárlást jelenti. Vagyis a kiszállás által realizálható hozam az eredeti tulajdonosok vagyoni helyzetén múlik, illetve azon, hogy a befektetés futamideje alatt milyen mértékben tudnak részesedni a megtermelt eredményből. Az exit-feltételek vizsgálatokor főképp ezekre a szempontokra helyezik a hangsúlyt az állami befektetők, **a potenciális stratégiai vevők körének feltárása nem prioritás**. Többségi részesedést az állami befektetők nem kérnek, ami szintén vonzóvá teszi az általuk kínált konstrukciót azoknak a cégtulajdonosoknak, akik bár tervezik a tőkebevonást de nem akarják elveszíteni a cégük feletti kontrolljukat. **A tranzakciók árazása a bankhitelek kamat-megállapítására hasonlít**, az előre definiált felár alkalmazott mértékét ugyanis sokszor a céltársaság minősítési kategóriája határozza meg, melyet a befektető objektív és szubjektív szempontok szerint alakít ki. Előfordulhat továbbá az is, hogy a céltársaság eredeti tulajdonosainak fedezeteket is kell biztosítaniuk a befektetői kockázat csökkentése érdekében. Összességében tehát **a finanszírozási modell egy zárt konstrukción alapul, mely hiteljellegű és tőkeági elemeket egyaránt hordoz magában**. A puhább feltételek miatt azonban ennél a konstrukciónál is felmerül a kontraszelekción kockázat, ám ezúttal a másik irányba, vagyis, hogy a forrás olyan cégekhez kerülhet, melyek bár megfelelnek a befektetői feltételeknek, de a teljesítményük nem lesz elég erős ahhoz, hogy a befektetett tőke megtérüljön.

Felmerül a kérdés, hogy az egyes befektetői csoportokra bemutatott befektetési döntési modellek vajon mennyire lehetnek hatékonyak, megállapítható-e például, hogy az egyik befektetői csoport végül jobb befektetési döntéseket hoz-e mint a másik? Ennek megítélése azonban véleményem szerint több okból is problémás. Egyrészt kiindulási pont lehetne a megvalósított exitek száma és hozama, hiszen ha az egyik befektetői csoport a másikhoz képest magasabb exitszámot és jobb hozamokat tud felmutatni, akkor joggal feltételezhető, hogy az a befektetői kör jobban tudja megítélni a valóban vonzó projekteket. Az exitekkel és hozamokkal kapcsolatos információkat azonban a befektetők általában üzleti titokként kezelik, s nem hozzák őket nyilvánosságra. Hasonlóan a veszteséges ügyletek miatti leírásokat sem teszik publikussá, így nehéz megítélni azt, hogy a portfólión belül mekkora a veszteséges és mekkora a nyereséges cégek aránya. Ugyanez érvényes az állami háttérű befektetőkre is, holott az ő esetükben a befektetett forrás típusa miatt a transzparens működés különösen fontos lenne. A másik megközelítés az lehet, hogy a portfóliócégek teljesítményének alakulását vizsgáljuk a befektetési időszakon belül, ami elvileg megtehető, hisz a nyilvános beszámolóadatok rendelkezésre állnak. Az értékelés nehézségét az adja, hogy ebben az esetben ki kell jelölni azokat a kritériumokat, melyek alapján az összehasonlítás megvalósítható (pl.: árbevétel növekedési üteme), de a kritériumok megállapításánál az életciklus preferenciából adódó sajátosságokat is figyelembe kell venni. Lehetnek továbbá olyan vállalat-specifikus információk, melyek az adott életfázisban nagyon fontosak lennének a vállalati teljesítmények közötti összehasonlításhoz, ám nyilvános elérhetőségük nem biztosított. Emellett, a Jeremie program első fázisaiban forráshoz jutó korai fázisú cégek működése hozzávetőleg most érte el azt a szintet, hogy érdemes lehet múltbeli adataik elemzése alapján a teljesítményükről következtetéseket levonni. Az említett korlátok miatt, a feltárt döntési folyamatok hatékonyságának vizsgálata túlmutatna kutatásom terjedelmén, a nyilvánosan elérhető, de kevés számú exit- és hozam adatok bemutatása pedig véleményem szerint nem elegendő ahhoz, hogy azokból megalapozott következtetéseket lehessen levonni a döntési folyamatok hatékonyságát illetően.

## 6. ÖSSZEFOGLALÁS

Doktori értekezésemben az intézményi formában működő kockázatitőke-befektetők befektetési döntési folyamatát vizsgáltam két fő gondolati vezérfonal és négy kutatási cél alapján. Az egyik vezérfonal **a Magyarországon működő kockázatitőke-befektetők általános döntési folyamatának feltárása** volt, majd összehasonlítása a fejlett kockázatitőke-ágazattal rendelkező országok befektetőinek döntési gyakorlatával. A másik kutatási vezérfonal **a befektetők differenciálása volt tulajdonosi háttérük és életciklus preferenciájuk alapján**. Arra törekedtem, hogy a két szempont szerint létrehozott befektetői csoportok között különbségeket tárjak fel a csoportokra jellemző döntési folyamatok felépítésében, a befektetési lehetőségek értékelésében, a hozamelvárás kialakításában és végül az ügyletstrukturálásban. Kutatásomat két felmérésre, megkérdezéses vizsgálatokra, valamint egy Likert-skálás kérdőív adataira alapoztam. Az első felmérésem minta-elemszáma tíz, míg a második tizenhárom, a mintákon belül a befektetők tulajdoni háttere és életciklus preferenciája is egyaránt eltérő volt. A kutatás során nyert információk kiértékelésével hat új és újszerű tudományos eredményt állítottam fel. Megállapítottam, hogy **a Magyarországon működő kockázatitőke-befektetők hasonló döntési gyakorlatot követnek, mint a fejlett kockázatitőke-ágazattal rendelkező országok befektetői**, a döntési folyamat hasonló szakaszokat tartalmaz, a befektetési lehetőségek vizsgálata során hasonló kritériumokat értékelnek, üzletértékelési módszereik megfelelnek a szakmai sztenderdeknek, ügyletstrukturálási technikáik pedig szintén tartalmazznak hasonló motívumokat. Érdemes volt ugyanakkor a befektetési döntési folyamatot a befektetők eltérő tulajdonosi háttere és életciklus preferenciája szerint is elvégezni, mivel mindkét megközelítésből releváns, csak az egyes befektetői csoportokra jellemző sajátosságokra tudtam rávilágítani. Külön érdemes kiemelni az állami háttérű befektetőkkel kapcsolatban feltárt eredményeket, melyek megerősítették azt a szakmai álláspontot, hogy az állami háttérű befektetők finanszírozási modellje nem tekinthető klasszikus értelemben vett kockázatitőke-befektetéseknek. Kutatásom a kockázatitőke-ágazat keresleti és kínálati oldalán található szereplők számára egyaránt hasznosítható eredményeket tárt fel, melyek a következők.

**A finanszírozási forrást kereső vállalkozások oldaláról nézve, az eredményeknek egyrészt edukációs jelentőségük van**, hiszen a befektetési döntési folyamat megismerésével a vállalkozás alapítók számára világossá válik a befektetési döntés meghozatalához szükséges idő, a döntési folyamat felépítése, illetve a befektetők által, az egyes döntési szakaszokban támasztott információigény tartalma is. A befektetők számára fontos projektértékelési kritériumok feltárása rámutat arra, hogy a befektetők elsősorban milyen paraméterekkel rendelkező vállalkozásokat keresnek portfóliójukba, illetve, hogy melyek azok a tulajdonságok, melyekre különösen odafigyelnek a befektetési lehetőségek értékelésekor. Az ügyletstrukturálást érintően feltárt megállapítások arról adnak tájékoztatást, hogy a finanszírozás igénybevételéhez a vállalkozói oldalnak milyen feltételekre kell számítani és mekkora hozamelvárásnak kell a befektetési időszak alatt megfelelnie. Másrészt az eredmények arra is utalnak, hogy **a befektetőket nem szabad egységes halmazként kezelni, attól függően ugyanis, hogy a befektető tulajdonosi háttere magán, hibrid vagy állami, a vállalkozások eltérő finanszírozási feltételekkel találkozhatnak**. Állami háttérű befektetőknél például zárt konstrukcióra számíthatnak alacsonyabb hozamelvárással és előre megállapított tranzakciós feltételekkel, míg a magáneredetű forrásokat kihelyező befektetőknél életciklushoz igazodó hozamelvárásra és meglehetősen szelektív szűrési folyamatra. A hibrid tőkealap-kezelők egyfajta átmenetet jelentenek a két befektetői csoport között, ám a felmérés eredményei azt mutatják, hogy ezek a befektetők is a piacihoz képest puhább feltételekkel nyújtanak kockázatitőke-finanszírozást. A tulajdonosi háttér mellett, a keresleti oldalnak a befektetők életciklus preferenciáját is figyelembe kell venniük, mely meghatározza, hogy mekkora az a minimális vállalati méret, mely egyáltalán felkelti érdeklődésüket.

**Az új eredmények bővíthetik a kormányzati vagy közösségi kezdeményezésű kockázatitőke-befektetési programok kidolgozásához felhasználható ismeretanyagot, melynek köszönhetően javulhat az intézkedések hatékonysága is.** Az eredményekből következtetni lehet arra, hogy melyik az a vállalati kör (méret, szakágazat, növekedési potenciál), mely a tőkeprogramok célcsoportját kell, hogy jelentse, és milyen jellegű beavatkozásokkal lehet ezt a célcsoportot a befektetők számára is vonzóvá tenni. A kutatás rámutatott arra, hogy **a Jeremie program által meghatározott befektetési feltételek sok esetben nem egyeztethetők össze a kockázatitőke-piac működési sajátosságaival és emiatt alapkezelői szinten hátráltatta a hatékony tőkeallokációt.** Az elmaradottabb földrajzi régiók fejlesztése és az egyensúlytalanságok megszüntetése fontos gazdaságpolitikai célkitűzés, de megkérdőjelezhető, hogy ennek megoldásához a kockázati tőke lenne a megfelelő eszköz. A döntési folyamat vizsgálatából ugyanis kiderült, hogy a befektetők rendkívül szelektíven válogatnak a projektek között, a projektelfogadási arány alacsony, így **a végül kockázatitőke-finanszírozásban részesülő vállalkozások teljesítménye nem biztos, hogy elegendő lesz az elmaradottabb régiók felzárkóztatásához.** Főleg akkor nem, ha a befektetéshez az alacsonyabb hozampotenciálú cégek is hozzájuthatnak, márpedig az eredmények azt mutatják, hogy a hibrid tőkealap-kezelők is puhább hozamkövetelményekkel működnek, mint a magán eredetű forrásokat kihelyező befektetők. **A befektethető összegre vonatkozó limitek előírása szintén nem életszerű,** hisz a kutatás szerint, a korai fázisú befektetéseknél nagyon nehéz előre megbecsülni a vállalkozás növekedésének valós tőkeigényét, ha viszont a finanszírozás iparági hovatartozástól függetlenül megállapított limitekhez van kötve, akkor könnyen előfordulhat, hogy a befektető nem tudja megfinanszírozni a teljes növekedési pályát, megakasztva ezzel a cég fejlődését és csökkentve a kiszállásban rejlő lehetőségeket. **Az összeghatár alkalmazása a több befektető részvételével, ún. szindikált formában megvalósuló ügyleteknek sem kedvez,** holott a fejlettebb kockázatitőke-piacokon, a korai fázisú projektek szindikált formában történő finanszírozása hatékony kockázatporlasztó módszernek számít. A kutatás egyik fontos következtetése az volt, hogy a magyarországi kockázatitőke-piacon is **szükség van a különböző vállalati életfázisokra fókuszáló befektetőkre,** mert így a vállalkozások teljes növekedési pályáját végigkövethetik a befektetők, a projektek pedig felkészültebben érkeznének meg a következő növekedési szinthez tartozó tőkebevonási körhöz. A felmérés szerint ugyanakkor **a magvető szakasz finanszírozása nem elég erős a piacon,** az alapok száma kevés, az alapok mérete kicsi, a befektetési összegre vonatkozó limit pedig nem teszi hatékonyvá a korai szakaszban egyébként fontos szakaszos finanszírozást. Ebben a tekintetben tehát a kormányzati programoknak nagyobb figyelmet kellene szentelniük a nagyon korai szakaszban elérhető finanszírozási konstrukciók bővítésére, hiszen ebben a fázisban kerül sor az üzleti modell alapjainak lefektetésére, valamint a prototípus fejlesztésre is, mely a start-up fázisban megszerezhető befektetői források előkövetelményeként is felfogható. A magvető stádiumra jellemző magasabb kockázat kezelésének módja lehet még olyan hibrid befektetési alapok felállítása, melyeknél a közösségi-állami részarány magasabb, mint 70%, vagy, ha a rossz befektetéseken először realizálandó veszteségek nagyobb hányadát vállalná át az állam. A tőke mellett a korai fázisban a projektek szakmai támogatása is nagyon fontos, melyet például az inkubációs programok fejlesztésével lehetne ösztönözni.

Bár a Jeremie program hatásainak átfogó értékeléséhez még nem telt el elegendő idő, azonban nem szabad figyelmen kívül hagyni a kezdeményezésben rejlő veszélyeket sem. Azáltal ugyanis, hogy **az alapok tőkájének jelentős részét közösségi forrás adja, az állam pedig átvállalja a veszteségek egy részét, sőt még hozameltérítést is alkalmaz a magánbefektetők javára, az alapkezelői oldalon kontraszelektációs kockázat jelenhet meg.** A puhább feltételek ugyanis túlzott kockázatvállalásra ösztönözheti a befektetőket, illetve a döntéshozatal alapossága is csorbulhat, ami a források nem megfelelő elosztásához vezethet, megkérdőjelezve ezzel a programok létjogosultságát. A kormányzati tőkeprogramok elindítása előtt továbbá érdemes lenne tájékozódni arról, **hogy az adott ország vállalkozási rétege mekkora tőkevolument**

**tudna hatékonyan felszívni** főleg úgy, hogy a befektetések megvalósítására rendelkezésre álló időszak is korlátozott. Annak megkötése, hogy a befektetéseket legkésőbb meddig kell megvalósítani szintén idegen a piaci viszonyoktól és nem kellőképpen átgondolt befektetési döntésekhez vezethet.

**Hasonló kontraszelekción kockázatot hordoz magában az állam közvetlen beavatkozása a kockázatitőke-piac kínálati oldalán.** A befektetések célja a kkv-szektor tőkeellátottságának javítása, függetlenül attól, hogy a vállalkozások milyen iparágban működnek, vagy mekkora növekedési potenciálra képesek. Ezt a fajta stratégiát a kutatás is visszaigazolta, rámutatva arra, hogy **az állami kockázatitőke-finanszírozással megcélzott vállalati kör definiálása rendkívül homályos.** Nem egyértelmű, hogy az állam pontosan milyen életszakaszban lévő, vagy mennyire innovatív vállalkozásokat kíván finanszírozni, ahogy az sem, hogy az általa nyújtott finanszírozási konstrukció miért nem ültethető át olyan finanszírozási eszközökbe, melyek a feltétel-rendszeréhez jobban illeszkednek (pl.: kedvezményes hitelek nyújtása). A magán eredetű forrásokat kihelyező befektetők nemcsak pénzügyi forrást biztosítanak a céltársaságoknak, hanem a fejlődéshez szükséges szaktudást és kapcsolatrendszert is. Felmerül a kérdés, hogy az állami háttérű befektetők ennek mennyire tudnak megfelelni, ha figyelembe vesszük erőforráskorlátaikat. Az állami befektetők ugyanis puhább feltételeik miatt sokszor magasabb projektelfogadási aránnyal és emiatt nagyobb portfóliókkal működnek, így nem biztos, hogy szervezeti kapacitásuk és tudásbázisuk elegendő ahhoz, hogy a portfóliócégek értéknövekedését erről az oldalról is támogatni tudják. Szükséges lenne olyan hatástanulmányokat elkészíteni, melyek az állami befektetők kockázatitőke-piaci jelenlétének pozitív és negatív hatásait értékelik és szembeállítják egymással. **Kérdés, hogy a vállalkozások tőke-ellátottsági problémáinak enyhítése ellensúlyozza-e azt, hogy a befektetés esetenként rossz helyre kerül és veszteség keletkezik, illetve, ha a finanszírozott cégek növekedési teljesítménye gyenge marad.** Az értekezésnek nem volt célja az állami befektetési modell létjogosultságának megítélése, de a kockázatitőke-piac kínálati oldalán végrehajtott direkt beavatkozás helyett, a kutatás rámutatott azokra a területekre, melyek fejlesztésében sokkal célravezetőbb lenne a kormányzat részéről érvényesülő aktív szerepvállalás. **Az állam is részt vehetne például a tőkebevonási folyamattal kapcsolatos ismeretek terjesztését célzó oktatási feladatokban** egyrészt erre szakosodott képzési programok nyújtásával, másrészt a vállalkozási ismeretek felsőoktatásban történő terjesztésével. **Az államnak fontos szerepe van a befektetéseket övező jogrendszer fejlesztésében,** hogy a fejlett kockázatitőke-ágazattal rendelkező országok befektetői által használt jogi biztosítékok és klauzulák a magyarországi befektetők által végrehajtott ügyleteknél is hatékonyan működjenek. Szintén a jogi területhez kapcsolódik **a szabadalmi védettség feltételrendszerének fejlesztése,** a kutatás szerint ugyanis vannak olyan szakágazatok (pl.: szoftverfejlesztés), ahol az ötletgazdáknak nem éri meg szabadalmaztatniuk fejlesztéseiket, mert a nyilvánosságra hozatal miatt a versenytársak nagyon könnyen lemásolhatnák őket. Ezzel viszont az innováció jogi védettsége nem biztosított, nehezítve ezzel a termék vagy szolgáltatás piaci bevezetését, illetve hosszú távú fennmaradását. **Fontos hatása lenne a vállalkozások külpiazi jelenlétének elősegítése is,** hiszen a kutatás szerint a befektetők többsége olyan cégeket keres, melyek tevékenysége a külföldi piacokon is meg tudja állni a helyét. Az ötletgazdák azonban nem feltétlenül rendelkeznek külföldi piacismerettel és nem biztos, hogy átlátják a külföldi terjeszkedéshez szükséges feladatok körét. Az állami szerepvállalásnak ebben a vonatkozásban ismét lenne jelentősége, egyrészt megint az oktatási-képzési oldalon, másrészt olyan kereskedelmi együttműködések kialakításával, melyek megkönnyítik a magyarországi vállalkozások külföldi piacokra történő belépését. **Hasznos lehet továbbá a magánbefektetők korai fázisú ügyletek finanszírozása felé fordulásának ösztönzése adókedvezményekkel,** ezzel ugyanis a befektetők hajlandóak lennének nagyobb összegű tőkét allokálni magvető és start-up ügyletek megvalósítására. Ennek eredményeként az alapok mérete növekedne, illetve a közösségi-kormányzati kezdeményezésű hibrid tőkeprogramoknál a magánbefektetői jelenlét súlya is meghatározóbb lenne. A magánbefektetői kedv serkentéséhez hozzájárulhat még a



---

vállalatok transzparens működésének elősegítése, mely főleg a külföldi befektetők figyelmének felkeltése miatt lenne fontos.

Végezetül, kutatási eredményeim a tőkekínálati oldal számára is eligazítást nyújthatnak abban, hogy **az egyes befektetési szereplők hogyan pozicionálják magukat a kockázattőke-befektetői piacon**, melyek azok az alapkezelők amelyeket valóban versenytársaiknak tekinthetnek és, melyek azok, amelyek finanszírozási stratégiája teljesen más vállalati kört céloz meg. **A kivásárlási alapokat érdemes teljesen elkülönítve kezelni** az összes többi másik befektetői csoporttól, hiszen tevékenységük egy szűk vállalati körre koncentrálnak, földrajzi lefedettségük pedig regionális vagy globális keretek között értelmezhető. Mivel az állami háttérű befektetők alacsonyabb hozamelvárás mellett inkább a kkv szektorban keresnek célpontokat, így elmondható, hogy követelményeiknek az alacsonyabb növekedési potenciállal rendelkező, hagyományos ágazatokban működő cégek is meg tudnak felelni. Ezzel ellentétben a magánháttérű vagy hibrid tőkealapokat kezelő befektetők inkább preferálják a gyors növekedésű ágazatokat (IT, telekommunikáció, egészségügy), szelektívebben vizsgálják a projekteket és próbálják azokat a fiatal cégeket megtalálni, melyektől átlag feletti növekedés vagy hosszabb távú piacvezető szerep várható. A tisztán magáneredetű forrásokat kihelyező kockázattőke-befektetőknél a gazdaságfejlesztés nem prioritás, számukra csak az üzleti szempontok mérlegelése a fontos. Az eredményekből az is látszik, hogy az egyes vállalati életszakaszok finanszírozásához milyen feltételrendszerek tartoznak, és a befektetők mely kritériumok mérlegelését tartják fontosnak. **Az egymásra épülő finanszírozási szintek körülményeinek pontos ismerete a vállalkozásokat és a befektetőket is segítheti abban, hogy mire kell odafigyelniük, ha fel akarják kelteni a következő befektetői fázis kínálati oldali szereplőinek érdeklődését.**

Kutatásommal igyekeztem alátámasztani annak szükségességét, hogy a kockázattőke-befektetők befektetési döntési folyamatának felépítését, valamint magát a döntéshozatali gyakorlatot érdemes a befektetők többféle megközelítése alapján is megvizsgálni s nem megelégedni azzal, hogy a befektetőket egységes halmazként kezeljük. Kutatásomban a befektetőket kétféle szempont szerint csoportosítottam, a befektetési döntési folyamatot pedig csak az ügyletstrukturálásig vizsgáltam. Érdemes lehet ugyanakkor újabb kutatásokkal a döntési folyamat elemzését kiszélesíteni, és a befektetést követő monitoring és az exit sajátosságait is hasonló megközelítéssel megvizsgálni. A befektetők csoportosítása történhetne más szempont szerint is, például, hogy van-e az adott alapkezelőnek deklarált iparági fókusz vagy, hogy tevékenységével mekkora földrajzi térséget fed le (ország-, regionális, illetve globális alap). A tulajdonosi háttér szerinti csoportosítás szintén bővíthető aszerint, hogy az adott tőkealap mögött intézményi befektetők, magánszemélyek, családi alapok vagy egyéb entitások is találhatóak-e. Lehetőség van a Likert-skálás kérdőívben érintett témacsoportok kritériumkészletének bővítésére is, melyhez jó alapot szolgáltatnak a korábbi kutatásokban fellelt más, fontosnak ítélt kritériumok. Mindemellett hasznos lenne **a Jeremie program keretében kockázattőke-finanszírozásban részesülő vállalkozások teljesítményét elemezni annak érdekében, hogy a hibrid tőkealap-kezelők döntési gyakorlatának hatékonyságával, illetve a program feltételrendszerének hatásaival kapcsolatban következtetéseket lehessen levonni.**

---

## 7. SUMMARY

In my doctoral thesis, I have investigated the investment decision process of venture capital and private equity firms from two major aspects and by following four research objectives. One of the major aspects was **to reveal the general decision process of venture capital and private equity firms operating in Hungary**, then comparing it to that of investors from countries having a well-developed venture capital and private equity industry. The other main aspect was **to differentiate investors according to their ownership background and company lifecycle preference**. I have aimed to show differences between the investor groups created based on this two characteristics in respect of the typical decision making process, evaluating investment opportunities, formulating required rate of return and finally deal structuring. My research was based on the results of two surveys, face-to-face interviews and a Likert-scale questionnaire. In the first survey the sample consisted of ten investors, in the second there were thirteen, and regarding the samples, both the investors ownership background and lifecycle preference varied from each other. By analysing the outcome of the research I have created six new scientific findings. I have concluded that **the decision making process of venture capital and private equity firms operating in Hungary is similar to that of investors from countries having a well-developed venture capital and private equity industry**, they share similar decision making phases, they evaluate similar criteria when analysing investment opportunities, their corporate valuation methods comply with professional standards and their deal structuring techniques show similarities. However it proved to be important to examine the investment decision making process from the aspect of the investor's ownership background and their company lifecycle preference because I could reveal typical and relevant characteristics from both aspects. It worth's highlighting especially the findings about state-funded venture capital firms which reaffirmed the professional view that their financing model should not be treated as traditional venture capital investment. My research showed valuable findings, for players both on the capital demand and supply side of the venture capital and private equity industry, which are as follows.

For businesses looking for financing solution, the results might serve as a source of education because by getting to know the investment decision making process, founders of companies will have a realistic view on the time frame of an investment decision, the decision making structure and information requested by investors during each phase of the decision making process. Key project evaluation criteria of investors indicates the preference of investors, the preferred business characteristics they look for to fit their portfolio and the key features they pay special attention when evaluating investment opportunities. Findings on deal structuring show what financing conditions required rate of return the companies should expect during the investment period. Results also showed that **investors must not be treated in general, companies might face various financing conditions depending on whether the investor is state-funded, private or manages a hybrid fund**. State-funded investors, for instance provide a very special equity finance with relatively low required rate of return and pre-determined financing conditions, while investors managing private funds might set required rate of return in line with their lifecycle preference and follow a rather selective screening process. Hybrid funds behave as transition between the other two groups of investors, however, as the results revealed, their financing policy is more favourable than market conditions. On the capital demand side, companies also must take into account the investor's lifecycle preference which defines the minimum company size that raises their attention.

**The results might contribute to the knowledge base for establishing government or public initiated venture capital programs and to their effectiveness.** The results could show the company profile (size, sector, growth potential) that venture capital programs should target and the desired actions on making such companies attractive for investors. Research disclosed that

**investment conditions defined by Jeremie programme do not comply with the operational standards of venture capital market therefore they inhibit effective capital allocation for venture capital management companies.** Convergence of undeveloped geographic regions and elimination of imbalances are important economic policy objectives however it is questionable whether venture capital is the appropriate method to achieve it. Examination of decision making process indicated that investors are very selective about projects, project approval rate is low, and therefore, **the business performance of venture capital backed companies will hardly be enough to achieve convergence of undeveloped regions.** In addition, this will hardly happen if companies with relatively low growth potential might obtain investment, as results show, hybrid venture capital fund managers require more favourable returns than private investors. **Limits on investment amounts are not realistic,** as the research highlights that it is difficult to estimate a company's capital need for early-stage investments, however, if financing is limited, irrespective of the sector, investors are likely not to be able to finance the overall company growth period, which might block the company's growth and restrict exit options. **Limits are also unfavourable for the execution of syndicated investment made by more than one investor,** while in advanced venture capital markets, syndicated funding in early stage investments are treated as a common risk mitigation method. One of the major conclusion of the research was that **there is a need for investors targeting various business lifecycle stages** because this might allow investors to cover the overall company lifecycle and projects might become mature enough for the next investment phase. Research discovered that financing seed phase is not satisfactory in the Hungarian market, there are only few VC management companies, their fund size is small, and the limitation on investment amount decreases their efficiency of financing this important business phase. From this concludes that governmental programmes should enhance the availability of financing constructions for early stage investments because this is the stage when the business model is established and the prototype is developed, which can be viewed as pre-requisites for start-up phase investments. Another method for managing risk associated to seed phase could be establishing hybrid investment funds with a public-state contribution of more than 70% or if state covered the majority of losses realised on bad investments. Besides capital investment, it is essential to provide professional support for early-stage projects, which could be increased, for instance with the help of incubator programs.

Despite there has not elapsed enough time to evaluate comprehensively of the Jeremie program, underlying risks should not be ignored. Majority of capital, managed by these funds, are from public source, state covers part of the realised loss on investments, and private investors could receive a higher proportion of the return made on each investments compared to their equity stake in the project. These could lead to significant adverse selection risk for hybrid fund management firms. Favourable conditions might motivate them to undertake excessive risk, the efficiency of decision making might decrease which could lead to improper capital distribution, therefore questioning the legitimacy of such programmes. Before launching government capital programmes it would be essential to **collect information about the size of capital the companies would efficiently utilise** taking into account the limited time frame when the investment must be executed. Restricting the deadline until investment must be executed does not comply with market conditions and might lead to unwise investment decisions.

**Direct state intervention in the supplier side of the venture capital market might involve risk of adverse selection, too.** Objective of investments is to strengthen the capital structure of SMEs, irrespective of their sector or growth potential. This strategy was verified by the research, highlighting that **the company profile targeted by state funded venture capital firms is very unclear.** It is not evident what business lifecycle stage or how innovative should be a company which is targeted by state-funded venture capital firms. In addition, it is not clear why the investment of these firms cannot be transformed to different financing instruments which are more convenient to its conditions (for instance, soft loans). Investors managing private funds do

not only provide financing to investees, but their professional network and management skills essential for the companies' development. This raises the question whether state investors are able to provide the same 'smart money' for companies taking into account their lack of human resource. State investors often manage significant portfolios due to their favourable conditions, hence high approval rate, which might mean that their human resource capacity and knowledge are not satisfactory to support the professional development of their investees. It would be necessary to make impact assessments that evaluate the positive and negative effects and the net result, of the presence of state-funded venture capital firms in the market. **It is a question whether the decrease in capital need of companies is offset against the fact that state-funded investments are sometimes mis-targeted creating loss, or if investees' results remain poor.** It was not the objective of the thesis to judge the legitimacy of state investment model but the research revealed aspects where active governmental contribution might be more appropriate that direct intervention in the supplier side of the venture capital market. **Government might participate, for instance, in educational programmes to spread knowledge about capital raising process,** by organising special educational programmes or extending business studies in higher education. **Government plays key role in developing legislation of investment** in order to ensure that legal safeguards and clauses, used by venture capitalists of advanced markets, work efficiently for investments executed by Hungarian investors. Further to legal aspects, development of patent protection conditions is crucial because, as the research identified, still there are sectors (for instance, software development) where for founders it does not worth obtaining patent protection for their developments because, due to public announcement, their competitors can easily copy their developments. This practise does not ensure legal protection of innovation, hence making difficult the market launch and long-term sustainability of product or service. Government could highly contribute to international presence of companies, as revealed by the research, majority of investors target companies who could face international competition, too. Founders however do not necessarily have international market awareness and overview on activities required for international expansion. Government could play a key role here, on one hand, from educational and training aspect, on the other hand, by establishing commercial partnerships which could ease Hungarian companies entering international markets. **Furthermore it would be essential to incentivise private equity investors with tax benefits to support early-stage deals** as this would allow for investors to allocate more capital for seed and start-up deals. This could enable the growth in funds' size and the increased weight of private-funded investors in public-state initiated hybrid capital programs. Facilitating transparency in company operations could also raise the attention of private-funded investors that could be especially important for attracting international venture capital and private equity investors.

Finally, my research may also provide guidance for the participants in the capital supply side, as to their position in the venture capital and private equity market, which fund management companies they can treat as competitors and whose investment strategy targets very different company profile. Buy-out funds shall be treated completely separately from the rest of investors as their activity targets a restricted group of companies, their geographical focus is rather regional or global. Since state-funded investors look for deals in SME sector, with relatively low expected rate of return, companies with low growth potential, in traditional sectors are able to meet their requirements. In contrast, private-funded or hybrid investors rather prefer fast-growing sectors (IT, telecommunications, health), they are selective about projects and look for early stage companies which have above-average growth potential and the ability to achieve long-term market leader position. Private-funded investors do not consider economy development as priority, they evaluate only business-related criteria. Research results reveal the conditions of investments and key evaluation criteria related to certain business lifecycle stages. **Comprehensive knowledge of successive investment stages might help companies and investors to be aware of what will attract the supply side's attention in the subsequent investment phase.**

My research aimed to evidence the importance to analyse the decision making process of venture capital and private equity firms and the decision making policy itself, by looking at investors from various aspects, instead of treating them in general. In my research I grouped investors from two aspects and examined the investment decision making process until the deal structuring phase. It worth's, however to extend the research scope to include the monitoring and exit phase from similar aspects. Grouping investors could alternatively be made, for instance, by verifying if they have declared industry target, or their geographical focus (national, regional, or global funds). Grouping from ownership background could be extended, too, with a closer look at the owners of funds, whether they are institutions, private individuals, family funds or other entities. The group of evaluation criteria highlighted in the Likert-scale questionnaire could also be enriched by using findings and key criteria in previous studies. **In addition, it would be useful to analyse the performance of companies backed by venture capital in the Jeremie program in order to draw conclusions on the efficiency of hybrid funds' decision making practise and the program requirements as well.**

---

**MELLÉKLETEK JEGYZÉKE**

1. számú melléklet: Irodalomjegyzék
2. számú melléklet: A kockázatitőke-befektetési folyamat vizsgálatával foglalkozó szakirodalmi munkák főbb megállapításai
3. számú melléklet: A kockázatitőke-befektetők által alkalmazott szándéknyilatkozat (term sheet) felépítése
4. számú melléklet: A 2008-as és 2014-es felmérések befektetői mintái
5. számú melléklet: A 2014-es Likert-skálás kérdőíves felmérés átlagos skálaértékei
6. számú melléklet: A Likert-skálás kérdőíves felmérés átlagos skálaértékei a befektetők tulajdonosi háttére szerint
7. számú melléklet: A Likert-skálás kérdőíves felmérés átlagos skálaértékei a finanszírozásnál preferált vállalati életciklus szerint
8. számú melléklet: A Likert-skálás kérdőíves felmérés kiértékelése nemparaméteres próbákkal (befektetők eltérő tulajdonosi háttére)
9. számú melléklet: A Likert-skálás kérdőíves felmérés kiértékelése nemparaméteres próbákkal (befektetők eltérő életciklus preferenciája)
10. számú melléklet: A Likert-skálás kérdőíves felmérés skálaértékeire lefuttatott klaszteranalízisek eredményei (befektetők eltérő tulajdonosi háttére)
11. számú melléklet: A Likert-skálás kérdőíves felmérés skálaértékeire lefuttatott klaszteranalízisek eredményei (befektetők eltérő életciklus preferenciája)
12. számú melléklet: Kutatási kérdőív a Magyarországon (is) működő kockázatitőke-alapkezelők döntési folyamatának vizsgálatához (2014-es felmérés)
13. számú melléklet: A 2014-es felmérés során használt Likert-skálás kérdőív
14. számú melléklet: A 2008-as felmérés során használt kérdőív nyitott kérdései
15. számú melléklet: A 2008-as felmérés során, az esettanulmányok elkészítéséhez használt kérdőív nyitott kérdései
16. számú melléklet: Angol-magyar szakszavak jegyzéke

---

**1. számú melléklet: IRODALOMJEGYZÉK**

1. AMAN, S. – LOVAS, A. (2015): Információs aszimmetria kezelése a kockázati tőke-finanszírozásban. Elméleti megközelítés és a hazai tapasztalatok értékelése. *Külgazdaság*, 69 (5-6), 80-99. p.
2. BANYÁR, L. – CSÁKI, B. (2006): A kockázati tőke-ágazat jogi szabályozása Magyarországon, 183-199. p. In: Makra Zs. (szerk.): *A kockázati tőke világa*. Budapest: Aula Kiadó Kft., 272. p.
3. BARNA, I. – SZÉKELYI, M. (2008): Túlélőkészlet az SPSS-hez. Többváltozós elemzési technikákról társadalomkutatók számára. Typotex Elektronikus Kiadó Kft., 453. p.
4. BARNEY, J. B. – BUSENITZ, L. – FIET, J. O. – MOESEL, D. (1989): The structure of venture capital governance: An organizational economic analysis of relations between venture capital firms and new ventures. *Academy of Management Proceedings*, August, 64-68. p.
5. BAUM, J. A. C. – SILVERMAN, B. S. (2004): Picking winners or building them? Alliance, intellectual capital, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups. *Journal of Business Venturing*, 19, 411-436. p.
6. BDO (2014): Horizons, Issue 4: Q4 2014. BDO's global view of mid-market deal activity. *Mergers & Acquisitions*, 1-46. p.
7. BECKMAN, C. M. – BURTON, M. D. – O'Reilly, C. (2007): Early teams: The impact of team demography on VC financing and going public. *Journal of Business Venturing*, 22, 147-173. p.
8. BECSKYNÉ, N. P. – BICZÓK, S. (2006): A kockázati tőke-befektetésekből történő kiszállás útjai, 53-75. p. In: Makra Zs. (szerk.): *A kockázati tőke világa*. Budapest: Aula Kiadó Kft., 272. p.
9. BLACK, B. S. – GILSON, R. J. (1998): Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, 47, 243-277. p.
10. BLISS, R. T. (1999): A venture capital model for transitioning economies: the case of Poland. *Venture Capital*, 1 (3), 241-257. p.
11. BOOCOCK, G. – WOODS, M. (1997): The evaluation criteria used by venture capitalists: evidence from a UK venture fund. *International Small Business Journal*, 16 (1), 36-57. p.
12. BORSZÉKI, ÉVA (2004): Nemzetközi pénzügyek. Szent István Egyetem, Gazdaság- és Társadalomtudományi Kar. SZIE Egyetemi Kiadó, Gödöllő, 115. p.
13. BOTTAZZI, L. – DA RIN, M. (2002): European venture capital. *Economic Policy*, 17, 229-269. p.
14. BÓNÉ, L. – KÁDAS, P. – TRACTION LABS ZRT. (2013): Term Sheet, lényeges szerződési feltételek. A dokumentum jelenleg csak angol nyelven érhető el az alábbi linken keresztül: <http://traction-tribe.com/downloads/>.
15. CAMP, J. J. (2002): Venture capital due diligence – A guide to making smart investment choices and increasing your portfolio returns. New York: John Wiley & Sons, Inc. 258. p.
16. CAPASSO, A. – FARACI, R. – PICONE, P. M. (2014): Equity-worthiness and equity-willingness: Key factors in private equity deals. *Business Horizons*, 57, 637-645 pp.
17. CORDER, G. W. – FOREMAN, D. I. (2009): Nonparametric statistics for non-statisticians. A step-by-step approach. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. 264. p.

- 
18. CUMMING, D. J. (2005/a): Capital structure in venture finance. *Journal of Corporate Finance*, 11, 550-585. p.
  19. CUMMING, D. J. (2005/b): Agency costs, institutions, learning, and taxation in venture capital contracting. *Journal of Business Venturing*, 20, 573-622. p.
  20. CUMMING, D. J. (2006): Adverse selection and capital structure: Evidence from venture capital. *Entrepreneurship Theory and Practice*, March, 155-183. p.
  21. CUMMING, D. J. (2008): Contracts and exits in venture capital finance. *The Review of Financial Studies*, 21 (5), 1947-1982. p.
  22. CUMMING, D. – JOHAN, S. A. b. (2007): Advice and monitoring in venture finance. *Financial Markets and Portfolio Management*, 21, 3-43. p.
  23. CUMMING, D. – SCHMIDT, D. – WALZ, U. (2010): Legality and venture capital governance around the world. *Journal of Business Venturing*, 25, 54-72. p.
  24. CSUBÁK, T. K. (2003): Kis- és középvállalkozások finanszírozása Magyarországon. PHD Értekezés. Budapesti Közgazdasági és Államigazgatási Egyetem, 233. p.
  25. DELOITTE (2014): Hitting the right notes. Central Europe Private Equity confidence survey. Private Equity, Deloitte, May.
  26. DELOITTE (2017): Great expectations. Private Equity confidence survey Central Europe. Private Equity, Deloitte, May
  27. DIMOV, D. – SHEPHERD, D. A. – SUTCLIFFE, K. M. (2007): Requisite expertise, firm reputation, and status in venture capital investment allocation decisions. *Journal of Business Venturing*, 22, 481-502. p.
  28. DIXON, R. (1991): Venture capitalists and the appraisal of investments. *International Journal of Management Science*, 19 (5) 333-344. p.
  29. DUBINI, P. (1989): Which venture capital backed entrepreneurs have the best chances of succeeding? *Journal of Business Venturing*, 4, 123-132. p.
  30. EC (2017): Base rates for the 28 member states as of 1.11.2017. European Commission. Link: [http://ec.europa.eu/competition/state\\_aid/legislation/base\\_rates2017\\_09\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/competition/state_aid/legislation/base_rates2017_09_en.pdf) Letöltés ideje: 2017. november 1.
  31. EIF (2012): JEREMIE – A new way of using EU Structural Funds to promote SME access to finance via Holding Funds. European Investment Fund, 1-4. p.
  32. EISELE, F. – HAECKER, C. – OESTERLE, R. (2004): German venture capitalists' investment criteria over financing stages. *International Business & Economics Research Journal*, 3 (3), 87-104. p.
  33. ELANGO, B. – FRIED, V. H. – HISRIC, R. D. – POLONCHEK, A. (1995): How venture capital firms differ. *Journal of Business Venturing*, 10, 157-179. p.
  34. Európai Bizottság (2008): N 355/2008. sz. állami támogatás – Magyarország. Magyar JEREMIE kockázatitőke-intézkedés. Európai Bizottság, Brüsszel, 1-13. p.
  35. Eurostat (2016/a): Annual enterprise statistics by size class for special aggregates of activities. Link: [http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=sbs\\_sc\\_sca\\_r2&lang=en](http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=sbs_sc_sca_r2&lang=en). Letöltés ideje: 2016. december 3.
  36. Eurostat (2016/b): Research and development expenditure, by sectors performance. Link: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsc00001&plugin=1>. Letöltés ideje: 2016. december 3.
-



- 
37. EVCA (2004): Central and Eastern Europe Success Stories. Special Paper, European Private Equity & Venture Capital Association.
  38. EVCA (2005-2014): Central and Eastern Europe Statistics. European Private Equity & Venture Capital Association, Brussels.
  39. EVCA (2014): EVCA Yearbook – 2014 – Europe – country – tables – final. [http://www.google.hu/url?sa=t&ret=j&q=&esrc=s&source=web&cd=5&cad=rja&uact=8&sqi=2&ved=0CDcQFjAE&url=http%3A%2F%2Fwww.evca.eu%2Fmedia%2F165475%2Fyearbook-2014-europe-country-tables-final.xlsx&ei=R-ZhVcz0B-i07Qag\\_YNY&usg=AFQjCNFn80DU84RqgtqTIMfAGR2SYtTC3A&sig2=2KGhDALFgE8i8SsnAImp8Q&bvm=bv.93990622,d.ZGU](http://www.google.hu/url?sa=t&ret=j&q=&esrc=s&source=web&cd=5&cad=rja&uact=8&sqi=2&ved=0CDcQFjAE&url=http%3A%2F%2Fwww.evca.eu%2Fmedia%2F165475%2Fyearbook-2014-europe-country-tables-final.xlsx&ei=R-ZhVcz0B-i07Qag_YNY&usg=AFQjCNFn80DU84RqgtqTIMfAGR2SYtTC3A&sig2=2KGhDALFgE8i8SsnAImp8Q&bvm=bv.93990622,d.ZGU). Letöltés ideje: 2015. május 24.
  40. EY (2015): Venture Capital and Private Equity overview Hungary – 2014. EY. 1-6. p.
  41. FARREL, E. – HOWORTH, C. – WRIGHT, M. (2008): A review of sampling and definitional issues in informal venture capital research. *Venture Capital*, 10 (4), 331-353. p.
  42. FARAG, H. – HOMMEL, U. – WITT, P. – WRIGHT, M. (2004): Contracting, monitoring, and exiting venture investments in transitioning economies: a comparative analysis of Eastern European and German markets. *Venture Capital*, 6 (4), 257-282. p.
  43. FRANKE, N. – GRUBER, M. – HARHOFF, D. – HENKEL, J. (2006): What you are is what you like – similarity biases in venture capitalists' evaluations of start-up teams. *Journal of Business Venturing*, 21, 802-826. p.
  44. FRANKE, N. – GRUBER, M. – HARHOFF, D. – HENKEL, J. (2008): Venture capitalists' evaluations of start-up teams: trade-offs, knock-out criteria, and the impact of VC experience. *Entrepreneurship Theory and Practice*, May, 459-483. p.
  45. FRIED, V. C. – HISRICH, R. D. (1994): Toward a model of venture capital investment decision making. *Financial Management*, 23 (3) 28-37. p.
  46. GHAURI, P. – GRONHAUG, K. (2011): Kutatásmódszertan az üzleti tanulmányokban. Budapest: Akadémiai Kiadó, 294. p.
  47. GLADSTONE, D. (1997): A kockázati tőke kézikönyve – Vállalkozók kalauza tőkeszerzésre a cég elindításához, megvásárlásához vagy egy már működő vállalkozás fejlesztéséhez. A magyar kiadás főszerkesztője: dr. Hetényi Pálné. Országos Műszaki Információs Központ és Könyvtár – Covent Ipari Kockázati Tőke Befektető Rt.
  48. GOMPERS, P. A. (1995): Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital. *The Journal of Finance*, 50 (5) 1461-1489. p.
  49. GOMPERS, P. A. (1997): Ownership and control in entrepreneurial firms: An examination of convertible securities in venture capital investments. Working paper, september.
  50. GOMPERS, P. A. – LERNER, J. (2001): The venture capital revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2) 145-168 p.
  51. GOMPERS, P. A. – LERNER, J. (2006): The venture capital cycle, second edition. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, United States of America, 582. p.
  52. GOMPERS, P. – GORNALL, W. – KAPLAN, S. N. – STREBULAEV, I. A. (2016/a): How do venture capitalists make decisions? *NBER Working paper series*, 22587. National Bureau of Economic Research, 1-63. p.
  53. GOMPERS, P. – KAPLAN, S. N. – MUKHARLYAMOV, V. (2016/b): What do private equity firms say they do? *Journal of Financial Economics*, 121 (3), 449-476. p.
-

- 
54. GORMAN, M. – SAHLMAN, W. A. (1989): What do venture capitalists do? *Journal of Business Venturing*, 4, 231-248. p.
  55. GYULAVÁRI, T. – MITEV, A. Z. – NEULINGER, Á. – NEUMANN-BÓDI, E. – SIMON, J. – SZÚCS, K. (2014): A marketingkutatók alapjai. Budapest: Akadémiai Kiadó, 346. p.
  56. HALL, J. – HOFER, C. W. (1993): Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation. *Journal of Business Venturing*, 8, 25-42. p.
  57. HELLMANN, T. – PURI, M. (2000): The interaction between product market and financing strategy: The role of venture capital. *The Review of Financial Studies*, 13 (4) 959-984. p.
  58. HELLMANN, T. – PURI, M. (2002): Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence. *The Journal of Finance*, 57 (1) 169-197. p.
  59. HISRICH, R. D. – JANKOWICZ, A. D. (1990): Intuition in venture capital decisions: an exploratory study using a new technique. *Journal of Business Venturing*, 5, 49-62. p.
  60. HUDSON, E. – EVANS, M. (2005): A review of research into venture capitalists' decision making: implications for entrepreneurs, venture capitalists and researchers. *Journal of Economic and Social Policy*, 10 (1) 1-17. p.
  61. HUNYADI, L. – VITA, L. (2002): Statisztika közgazdászoknak. Budapest: Budapesti Statisztikai Hivatal, 770 p.
  62. HVCA (2008): Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület Évkönyv 2008, 75. p.
  63. HVCA (2010): Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület Évkönyv 2010, 86. p.
  64. HVCA (2011): Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület. 20 éves Jubileumi Évkönyv, 100 p.
  65. HVG (2013): Összesen 6 milliárdot kezelhetnek Hernádi és Garancsi cégei, hvg.hu/Vállalkozás. Link: [http://hvg.hu/kkv/20131005\\_Osszesen\\_6\\_milliardot\\_kezelhetnek\\_Hernadi](http://hvg.hu/kkv/20131005_Osszesen_6_milliardot_kezelhetnek_Hernadi). Letöltés ideje: 2013. október 5.
  66. HVG (2016): A Jeremie után sem apad el az állami-uniós pénzcsep. Hvg.hu, 2016. szeptember 7. Link: [http://hvg.hu/enesacegem/20160907\\_Jeremie\\_unios\\_tamogatasi\\_nyomtatasi](http://hvg.hu/enesacegem/20160907_Jeremie_unios_tamogatasi_nyomtatasi). Letöltés ideje: 2016. december 3.
  67. insiderblog.hu (2013): (Bréking) Jeremie III kiírás, insiderblog.hu. Link: <http://insiderblog.hu/blogzine/2013/04/10/breking-jeremie-iii-kiiras/>. Letöltés ideje: 2013. április 10.
  68. INVEST EUROPE (2016-2017): Central and Eastern Europe private equity statistics, Brussels.
  69. KAPLAN, S. N. – STRÖMBERG, P. (2002): Financial contracting theory meets the real World: An empirical analysis of venture capital contracts. *Review of Economic Studies*, 00, 1-35. p.
  70. KAPLAN, S. N. – STRÖMBERG, P. (2004): Characteristics, contracts and actions: Evidence from venture capitalist analyses. *The Journal of Finance*, 59 (5), 2177-2210. p.
  71. KAPLAN, S. N. – STRÖMBERG, P. (2009): Leveraged buyouts and private equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23 (1), 121-146. p.
  72. KAPLAN, S. N. – SENSOY, B. A. – STRÖMBERG, P. (2009): Should investors bet on the jockey or the horse? Evidence from the evolution of firms from early business plans to public companies. *The Journal of Finance*, 64 (1), 75-115. p.
-

- 
73. KARSAI, J. (1997): A kockázati tőke lehetőségei a kis- és középvállalatok finanszírozásában. *Közgazdasági Szemle*, 44 (2), 165-174. p.
  74. KARSAI, J. (1999): A megfontoltan kockáztató tőkések. Kockázatitőke-befektetések Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 46 (9), 789-812. p.
  75. KARSAI, J. (2002/a): Mit keres az állam a kockázatitőke-piacon? A kockázati tőke állami finanszírozása Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 49 (11), 928-942. p.
  76. KARSAI, J. (2002/b): Kivásárolt cégek-tulajdonos vezetők. *Vezetéstudomány*, 33 (2), 15-19. p.
  77. KARSAI, J. (2004): Helyettesítheti-e az állam a magántőke-befektetőket? Az állam szerepe a kockázatitőke-piacon. Műhelytanulmányok, Magyar Tudományos Akadémia, Közgazdaságtudományi Kutatóközpont, Budapest, 2004/8, 1-27. p.
  78. KARSAI, J. (2006/a): Kockázati tőke európai szemmel. A kockázati- és magántőkeipar másfél évtizedes fejlődése Magyarországon és Kelet-Közép-Európában. *Közgazdasági Szemle*, 53 (11), 1023-1051. p.
  79. KARSAI, J. (2006/b): A magyarországi kockázatitőke-finanszírozás másfél évtizede (1989-2004). 33-52. p. In: MAKRA ZS. (Szerk.): *A kockázati tőke világa*. Budapest: Aula Kiadó, 272 p.
  80. KARSAI, J. (2007): Kifelé a zsákutcából. Állami kockázati tőke és innováció. *Közgazdasági Szemle*, 54 (12), 1085-1102. p.
  81. KARSAI, J. (2009): Az aranykor vége. A kockázatitőke-ágazat fejlődése Közép-Kelet-Európában. *Közgazdasági Szemle*, 56 (1), 46-68. p.
  82. KARSAI, J. (2010/a): A kockázati- és magántőke forrásai. Az intézményi befektetők szerepe a kockázati- és magántőke-ágazat forrásellátásában. Műhelytanulmányok, MT-DP-2010/29. MTA Közgazdaságtudományi Intézet. 1-39. p.
  83. KARSAI, J. (2010/b): Kockázati tőke a nyugdíjpénztárak szemszögéből. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, 1-8. p.
  84. KARSAI, J. (2011): A kockázati tőke két évtizedes fejlődése Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 58 (10), 832-857. p.
  85. KARSAI, J. (2012/a): A kapitalizmus új királyai. Kockázati tőke Magyarországon és a közép-kelet-európai régióban. *Közgazdasági Szemle Alapítvány*, MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont, Közgazdaság-tudományi Intézet, Budapest, 249. p.
  86. KARSAI, J. (2012/b): A kockázati- és magántőke-ipar 2011. évi eredményei. Budapest, 2012. május 15. 1-6. p.
  87. KARSAI, J. (2013): Válság után: változó állami szerep a kockázatitőke-ágazatban. *Külgazdaság*, 62 (5-6), 12-34. p.
  88. KARSAI, J. (2014/a): Hol tart a közép-kelet-európai kockázati- és magántőke-piac öt évvel a válság után? Magyar Tudományos Akadémia, Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont, Közgazdaság-tudományi Intézet. 1-17. p.
  89. KARSAI, J. (2014/b): Fából vaskarika? Az állam mint kockázatitőke-befektető. *Külgazdaság*, 58 (9-10), 3-34. p.
  90. KARSAI, J. (2017): Furcsa pár. Az állam szerepe a kockázatitőke-piacon Kelet-Európában. *Közgazdasági Szemle Alapítvány*, MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont, Közgazdaság-tudományi Intézet, Budapest, 230. p.
-

- 
91. KARSAL, J. – WRIGHT, M. – FILATOTCHEV, I. (1997): Venture capital in transition economies: the case of Hungary. *Entrepreneurship Theory and Practice*, summer, 93-110. p.
  92. KARSAL, J. – WRIGHT, M. – DUDZINSKI, Z. – MOROVIC, J. (1998): Screening and valuing venture capital investments: evidence from Hungary, Poland and Slovakia. *Entrepreneurship & Regional Development*, 10, 203-224. p.
  93. KHAN, A. M. (1987): Assessing venture capital investments with noncompensatory behavioral decision models. *Journal of Business Venturing*, 2, 193-205. p.
  94. KHANIN, D. – BAUM, J. R. – MAHTO, R. V. – HELLER, C. (2008): Venture capitalists' investment criteria: 40 years of research. *Small Business Institute, Research Review*, 35, 187-192. p.
  95. KIRSCH, D. – GOLDFARB, B. – GERA, A. (2009): Form or substance: the role of business plans in venture capital decision making. *Strategic Management Journal*, 30, 487-515. p.
  96. KLONOWSKI, D. (2006): Local laws and venture capital contracting in transition economies: evidence from Poland. *Post-Communist Economies*, 18 (3), 327-343. p.
  97. KLONOWSKI, D. (2007): The venture capital investment process in emerging markets. Evidence from Central and Eastern Europe. *International Journal of Emerging Markets*, 2 (4), 361-382. p.
  98. KNOCKAERT, M. – CLARYSSE, B. – WRIGHT, M. (2010): The extent and nature of heterogeneity of venture capital selection behaviour in new technology-based firms. *R&D Management*, 40 (4) 357-371. p.
  99. KOLLMANN, T. – KUCKERTZ, A. (2010): Evaluation uncertainty of venture capitalists' investment criteria. *Journal of Business Research*, 63, 741-747. p.
  100. KOSZTOPULOSZ, A. – MAKRA, ZS. (2006): Az üzleti anyagok vállalkozásfinanszírozó és –fejlesztő tevékenysége. 123-151. p. In: Makra Zs. (szerk.): *A kockázati tőke világa*. Budapest: Aula Kiadó Kft., 272. p.
  101. KOVÁCS, B. (2011/a): Állami kockázati tőke a magyar kkv-finanszírozásban. Doktori értekezés, Széchenyi István Egyetem, Regionális és Gazdaságtudományi Doktori Iskola, Győr, 164. p.
  102. KOVÁCS, T. (2011/b): Az előszerződés jogfogalmának angol nyelvi megfeleltetéséről. *Miskolci Jogi Szemle*, 6 (2), 149-152 pp.
  103. KOVÁCS, T. (2013): A kockázati tőke-befektetések hatása a gazdaságra. Doktori PhD értekezés. Nyugat-Magyarországi Egyetem, Széchenyi István Gazdálkodás- és Szervezéstudományok Doktori Iskola, Sopron, 161. p.
  104. KSH (2016): A kis- és középvállalkozások jellemzői – adat-előállítás új módszertannal. Központi Statisztikai Hivatal. 2016. november. 1-23 pp.
  105. INVEST EUROPE (2016): Central and Eastern European private equity statistics 2015. August 2016. 1-44. pp.
  106. LERNER, J. (1994): The syndication of venture capital investments. *Financial Management*, 23, 16-27. p.
  107. LERNER, J. (1995): Venture capitalists and the oversight of private firms. *The Journal of Finance*, 50 (1), 301-318. p.
-

- 
108. LERNER, J. – SCHOAR, A. (2005): Does legal enforcement affect financial transactions? The contractual channel in private equity. *The Quarterly Journal of Economics*, February, 223-246. p.
  109. LOCKETT, A. – WRIGHT, M. (2001): The syndication of venture capital investments. *OMEGA: The International Journal of Management Science*, 29, 375-390. p.
  110. LOVAS, A. (2015): A kontraszelekció veszélye és kezelése a kockázati tőkebefektetések folyamatában. A hazai befektetők tapasztalatai. *Gazdaság és Pénzügy: Economy and Finance magyar nyelvű kiadása 2: (2)*, 186-200 p.
  111. LOVAS, A. – PERECZES, J. – RÁBA, V. (2015): Ösztönzők és korlátozások a kockázati tőkés szerződésekben. *Hitelintézeti Szemle*, 14 (3), 106–121. p.
  112. LOVAS, A. – RÁBA, V. (2013): Jeremie program, mint a magyar start-up ökoszisztéma életre hívója. A Tavaszi Szél 2013 című Nemzetközi Konferencia kiadvány. Doktoranduszok Országos Szövetsége, Budapest, 536-549. p.
  113. LUDÁNYI, A. (2001): A tőkeerő és az alapítói háttér hatása a kockázati tőke-szervezetek befektetési magatartására I-II. *Közgazdasági Szemle*, MŰHELY tanulmány, 48, július-augusztus, szeptember, 659-672. p. és 779-797. p.
  114. MACMILLAN, I. C. – ROBIN, S. – SUBBANARASIMHA, P. N. (1985): Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of Business Venturing*, 1, 119-128. p.
  115. MACMILLAN, I. C. – ZEMANN, L. – SUBBANARASIMHA, P. N. (1987): Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process. *Journal of Business Venturing*, 2, 123-137. p.
  116. MACMILLAN, I. C. – KULOW, D. M. – KHOYLIAN, R. (1988): Venture capitalists' involvement in their investments: Extent and performance. *Journal of Business Venturing*, 4, 27-47. p.
  117. MAKRA, ZS. – KOSZTOPULOSZ, A. (2004): Az üzleti angyalok szerepe a növekedni képes kisvállalkozások fejlesztésében Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 51, július-augusztus, 717-739. p.
  118. MAKRA, ZS. – KOSZTOPULOSZ, A. (2006): Híd a befektetők és a vállalkozások között: az üzleti angyal hálózatokról. 246-268. p. In: Makra Zs. (szerk.): *A kockázati tőke világa*. Budapest: Aula Kiadó Kft., 272. p.
  119. MALHOTRA, N. K. (2005): Marketingkutató. Budapest: Akadémiai Kiadó, 832. p.
  120. MANIGART, S. – WRIGHT, M. – ROBBIE, K. – DESBRIERES, P. – WAELE, K. D. (1997): Venture capitalists' appraisal of investment projects: an empirical European study. *Entrepreneurship Theory and Practice*, summer, 29-43. p.
  121. MANIGART, S. – WRIGHT, M. – ROBBIE, K. – DESBRIERES, P. – WAELE, K. D. (2000): Venture capitalists, investment appraisal and accounting information: a comparative study of the USA, UK, France, Belgium and Holland. *European Financial Management*, 6 (3), 389-403. p.
  122. MANIGART, S. – KOEN, D. W. – WRIGHT, M. – ROBBIE, K. – DESBRIERES, P. – SAPIENZA, H. J. – BEEKMAN, A. (2002): Determinants of required return in venture capital investments: a five-country study. *Journal of Business Venturing*, 17, 291-312. p.
  123. MANIGART, S. – LOCKETT, A. – MEULEMAN, M. – WRIGHT, M. – LANDSTRÖM, H. – BRUINING, H. – DESBRIERES, P. – HOMMEL, U. (2006): Venture capitalists' decision to syndicate. *Entrepreneurship Theory and Practice*, March, 131-153. p.
-

- 
124. MASON, C. – STARK, M. (2004): What do investors look for in a business plan? A comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels. *International Small Business Journal*, 22 (3), 227-248. p.
  125. METRICK, A. – YASUDA, A. (2011): *Venture capital and the finance of innovation*, Second edition. John Wiley & Sons, Inc.
  126. MFB (2015): Közlemény az MV- Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. beolvadásáról. MFB Magyar Fejlesztési Bank Zrt., Budapest, 2015. július 1.
  127. MILOUD, T. – ASPELUND, A. – CABROL, M. (2012): Startup valuation by venture capitalists: an empirical study. *Venture Capital*, 14 (2-3), April-July, 151-174. p.
  128. MKME (2008): Tőkebevonási kalauz. Vagyis néhány főbb kérdés, amire jó tudni a választ a kockázati és magántőke bevonáshoz befektetőt kereső vállalkozóknak. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, 1-27. p.
  129. MKME (2016): Tőkebevonási kalauz. Vagyis néhány főbb kérdés, amire jó tudni a választ a kockázati és magántőke bevonáshoz befektetőt kereső vállalkozóknak. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, 1-32. p.
  130. MNB (2015): Elemzés a hazai kockázati tőkealap-kezelők és alapok működéséről. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, 1-57. p.
  131. MORRISSETTE, S. G. (2007): A profile of angel investors. *The Journal of Private Equity*. Summer, 52-66. p.
  132. MUZYKA, D. – BIRLEY, S. – LELEUX, B. (1996): Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists. *Journal of Business Venturing*, 11, 273-287. p.
  133. mvzrt.hu (2013): Új Magyarország Kockázati Tőke Program és Új Széchenyi Kockázati Tőke Program. Link: <http://www.mvzrt.hu/termekek/kockazati-toke/uj-magyarorszag-kockazati-toke-program-es-uj-szechenyi-kockazati-toke-program>. Letöltés ideje: 2014.01.10.
  134. news4business.hu (2015): HVCA: Kimagasló magántőke-befektetéssel indult 2015 első negyedéve. Link: [http://www.news4business.hu/kozlemenyek/press\\_release.php?id=25886](http://www.news4business.hu/kozlemenyek/press_release.php?id=25886). Letöltés ideje: 2015.07.18.
  135. NVCA (2015): Term Sheet. Model Legal Documents. [www.nvca.org](http://www.nvca.org), Link: <http://nvca.org/resources/model-legal-documents/>. Letöltés ideje: 2015.02.02.
  136. OECD (2016): Hungary policy brief. OECD Better Policies Series. April 2016.
  137. OSMAN, P. (1996): Kockázati tőke a vállalkozások finanszírozásában. Budapest: Co-Nex Könyvkiadó és Terjesztő Kft., 347. p.
  138. OSMAN, P. (2006): A kockázati tőkéről. 11-32. p. In: Makra Zs. (szerk.): *A kockázati tőke világa*. Budapest: Aula Kiadó Kft., 272. p.
  139. PAYNE, G. T. – DAVIS, J. L. – MOORE, C. B. – BELL, R. G. (2009): The deal structuring stage of the venture capitalist decision-making process: Exploring confidence and control. *Journal of Small Business Management*, 47 (2), 154-179. p.
  140. PETTY, J. S. – GRUBER, M. (2011): „In pursuit of the real deal” – A longitudinal study of VC decision making. *Journal of Business Venturing*, 26, 172-188. p.
  141. PIAC&PROFIT (2013): 513 angyal jut egymillió emberre. Piacprofit.hu, 2013. szeptember 4. Link: [http://www.piacprofit.hu/kkv\\_cegblog/513-angyal-jut-egymillio-emberre/](http://www.piacprofit.hu/kkv_cegblog/513-angyal-jut-egymillio-emberre/). Letöltés ideje: 2017. szeptember 2.
-



- 
142. PORTFOLIO (2016): Megváltozik a Corvinus Kockázati Tőkealap-kezelő neve. Portfolio.hu, 2016. október 27. Link: <http://www.portfolio.hu/unios-forrasok/gazdasagfejlesztes/megvaltozik-a-corvinus-kockazati-tokealap-kezelo-neve.239378.html>. Letöltés ideje: 2017. szeptember 2.
143. RACHLEFF, A. (2014): What you need to know about vesting stock. Wealthfront Knowledge Center, Stock Options & RSUs, blogpost. Link: <https://blog.wealthfront.com/vesting-stock-options/>. Letöltés ideje: 2015. március 29.
144. REA, R. H.: Factors affecting success and failure of seed capital/start-up negotiations. *Journal of Business Venturing*, 4, 149-158. p.
145. RIQUELME, H. – RICKARDS, T. (1992): Hybrid conjoint analysis: an estimation probe in new venture decisions. *Journal of Business Venturing*, 7, 505-518. p.
146. ROBERTS, E. B. (1991): *Entrepreneurs in high-technology – Lessons from MIT and beyond*. New York: Oxford University Press.
147. ROBINSON, R. B. (1987): Emerging strategies in the venture capital industry. *Journal of Business Venturing*, 2, 53-57. p.
148. ROLAND BERGER (2016-2017): *European private equity outlook 2016-2017*, Munich.
149. ROURE, J. B. – MAIDIQUE, M. A. (1986): Linking prefunding factors and high-technology venture success: an exploratory study. *Journal of Business Venturing*, 1, 295-306. p.
150. ROURE, J. B. – KEELEY, R. H. (1990): Predictors of success in new technology based ventures. *Journal of Business Venturing*, 5, 201-220. p.
151. SAHLMAN, W. (1988): Aspects of financial contracting in venture capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1.2, Morgan Stanley.
152. SAHLMAN, W. (1990): The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics*, 27, 473-521. p.
153. SANDBERG, W. R. – SCHWEIGER, D. M. – HOFER, C. W. (1988): The use of verbal protocols in determining venture capitalists' decision processes. *Entrepreneurship Theory and Practice*, winter, 8-20. p.
154. SAPIENZA, H. J. (1992): When do venture capitalists add value? *Journal of Business Venturing*, 7, 9-27. p.
155. SAPIENZA, H. J. – GUPTA, A. K. (1994): Impact of agency risks and task uncertainty on venture capitalist-CEO interaction. *The Academy of Management Journal*, 37 (6), 1618-1632. p.
156. SAPIENZA, H. J. – MANIGART, S. – VERMEIR, W. (1996): Venture capitalist governance and value added in four countries. *Journal of Business Venturing*, 11, 439-469. p.
157. SAPIENZA, H. J. – TIMMONS, J. A. (1989): The roles of venture capitalists in new ventures: What determines their importance? *Academy of Management Proceedings*, August, 74-78. p.
158. SCHWIENBACHER, A. (2008): Venture capital investment practices in Europe and the United States. *Financial Markets and Portfolio Management*, 22, 195-217. p.
159. SEPPA, T. J. – LAAMANEN, T. (2001): Valuation of venture capital investments: empirical evidence. *R&D Management*, 31 (2) 215-230. p.
-

- 
160. SHEPHERD, D. A. (1999/a): Venture capitalists' introspection: a comparison of „in use” and „espoused” decision policies. *Journal of Small Business Management*, April, 73-87. p.
  161. SHEPHERD, D. A. (1999/b): Venture capitalists' assessment of new venture survival. *Management Science*, 45 (5) 621-632. p.
  162. SHEPHERD, D. A. – ZACHARAKIS, A. (1999): Conjoint analysis: a new methodological approach for researching the decision policies of venture capitalists. *Venture Capital*, 1 (3) 197-217. p.
  163. SHEPHERD, D. A. – ZACHARAKIS, A. (2002): Venture capitalists' expertise. A call for research into decision aids and cognitive feedback. *Journal of Business Venturing*, 17, 1-20. p.
  164. SHEPHERD, D. A. – ZACHARAKIS, A. – BARON, R. A. (2003): VC's decision processes: evidence suggesting more experience may not always be better. *Journal of Business Venturing*, 18, 381-401. p.
  165. SILVA, J. (2004): Venture capitalists' decision-making in small equity markets: a case study using participant observation. *Venture Capital*, 6 (2/3) 125-145. p.
  166. SIMIC, M. (2015): Investment criteria set by venture capitalists. *Ekonomski Vjesnik/Econviews*, 28 (2), 457-479. p.
  167. STEIER, L. – GREENWOOD, R. (1995): Venture capitalist relationships in the deal structuring and post-investment stages of new firm creation. *Journal of Management Studies*, 32 (3) 337-357. p.
  168. STUART, R. – ABETTI, P. A. (1987): Start-up ventures: towards the prediction of initial success. *Journal of Business Venturing*, 2, 215-230. p.
  169. STUART, T. E. – HOANG, H. – HYBELS, R. C. (1999): Interorganizational endorsements and the performance of entrepreneurial ventures. *Administrative Science Quarterly*, 44, 315-349. p.
  170. SWEETING, R. C. (1991/a): UK venture capital funds and the funding of new technology based businesses: process and relationships. *Journal of Management Studies*, 28 (6) 601-622. p.
  171. SWEETING, R. C. (1991/b): Early-stage new technology-based businesses: Interactions with venture capitalists and the development of accounting techniques and procedures. *British Accounting Review*, 23, 3-21. p.
  172. SZERB, L. (2006). Az informális tőkebefektetés és a kockázati tőke szerepe a vállalatok finanszírozásában. 95-122. p. In: Makra Zs. (szerk.): *A kockázati tőke világa*. Budapest: Aula Kiadó Kft., 272. p.
  173. SZLOVÁK, G. (2006): A kockázati- és magántőkealapok működése a gyakorlatban. 79-94. p. In: Makra Zs. (szerk.): *A kockázati tőke világa*. Budapest: Aula Kiadó Kft., 272. p.
  174. TAMUS, A. (2011): A marketingkutatók gyakorlata. Budapest: Saldo Pénzügyi Tanácsadó és Informatikai Zrt., 306. p.
  175. TETEN, D. (2014): Where are the deals? How VCs identify the next generation of startups. Forbes, 2014. február 3. Link: <https://www.forbes.com/sites/davidteten/2014/02/03/where-are-the-deals-how-vcs-identify-the-next-generation-of-startups/print/>. Letöltés ideje: 2017. augusztus 18.
  176. TYEBJEE, T. T. – BRUNO, A. V. (1984): A model of venture capitalist investment activity. *Management Science*, 30 (9) 1051-1066. p.
-



- 
177. ÜZLETRÉSZ.hu (2016/a): Pénzt kap az SZTA, új alapok jönnek. *Uzletresz.hu*, 2016. november 9. Link: <http://www.uzletresz.hu/penzugy/20161109-8-milliardot-kap-a-szechenyi-tokebefektetesi-alap.html>. Letöltés ideje: 2017. augusztus 18.
178. ÜZLETRÉSZ.hu (2016/b): Le a kalappal a hazai vállalkozók előtt. *Uzletresz.hu*, 2016. június 24. Link: <http://www.uzletresz.hu/penzugy/20160624-enterprise-investors-tuske>. Letöltés ideje: 2018. február 10.
179. ÜZLETRÉSZ.hu (2017): Felturbózza a Széchenyi Tőkebefektetési Alapot a kormány. *Uzletresz.hu*, 2017. augusztus 28. Link: <http://www.uzletresz.hu/penzugy/20170828-no-a-szechenyi-tokealap-kelezelo-alaptokeje.html>. Letöltés ideje: 2017. augusztus 18.
180. VG.hu (2008): Jeremie-program: indulás jövő tavasszal. Vigh György Zsolt, *vg.hu/vallalatok*, link: [http://www.vg.hu/vallalatok/vg\\_online/vallalatok\\_belfold/081016\\_jeremie\\_244413](http://www.vg.hu/vallalatok/vg_online/vallalatok_belfold/081016_jeremie_244413). Letöltés ideje: 2008.10.16.
181. VG.hu (2015): A mostani magyarországi lehetőségek különösen kedvezőek a magántőke-társaságok számára. Tar Gábor, *vg.hu/penzugy/befektetes*, link: <http://www.vg.hu/penzugy/befektetes/a-mostani-magyarorszagi-lehetosegek-kulonosen-kedvezoek-a-magantoke-tarsasagok-szamara-451724>. Letöltés ideje: 2015.06.15.
182. WOLF THEISS (2017): M&A Spotlight: CEE. *Wolf Theiss Corporate Monitor FY 2016, Mergermarket*, 1-62. p.
183. WRIGHT, M. – ROBBIE, K. (1998): Venture capital and private equity: a review and synthesis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25 (5) & (6) 521-570. p.
184. WRIGHT, M. – KARSAL, J. – DUDZINSKI, Z. – MOROVIC, J. (1999): Transition and active investors: Venture capital in Hungary, Poland and Slovakia. *Post-Communist Economies*, 11 (1), 27-46. p.
185. WRIGHT, M. – THOMPSON, S. – ROBBIE, K. (1992): Venture capital and management-led, leveraged buy-outs: A European perspective. *Journal of Business Venturing*, 7, 47-71. p.
186. YUNG, C. (2012): Venture capital before the first dollar: deal origination, screening, and evaluation. In: *The Oxford handbook of venture capital*, edited by: Douglas Cumming, Oxford University Press, USA, 303-327. p.
187. ZACHARAKIS, A. L. – MEYER, G. D. (1998): A lack of insight: do venture capitalists really understand their own decision process? *Journal of Business Venturing*, 13, 57-76. p.
188. ZACHARAKIS, A. L. – MEYER, D. – DECASTRO, J. (1999): Differing perceptions of new venture failure: A matched exploratory study of venture capitalists and entrepreneurs. *Journal of Small Business Management*, july, 1-15. p.
189. ZACHARAKIS, A. L. – MEYER, G. D. (2000): The potential of actuarial decision models: can they improve the venture capital investment decision? *Journal of Business Venturing*, 15, 323-346. p.
190. ZACHARAKIS, A. L. – SHEPHERD, D. A. (2001): The nature of information and overconfidence on venture capitalists' decision making. *Journal of Business Venturing*, 16, 311-332. p.
191. ZACHARAKIS, A. L. – SHEPHERD, D. A. (2007): The pre-investment process: venture capitalists' decision policies. In: *Handbook of research on venture capital*. Edited by: Hans Landström. Edward Elgar Publishing Limited. 77-192. p.
192. ZINECKER, M. – RAJCHLOVÁ, J. (2010): Private equity and venture capitalists' investment criteria in the Czech Republic. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 58 (6), 641-652. p.
-

- 
193. ZINECKER, M. – BOLF, D. (2015): Venture capitalists' investment selection criteria in CEE countries and Russia. *Business: Theory and Practice*, 16 (1), 94-103. p.
194. ZSEMBERY, L. (2014): A sajáttőke-finanszírozás, 173-210. p. In: Walter Gy. (szerk.): *Vállalatfinanszírozás a gyakorlatban. Lehetőségek és döntések a magyar piacon*. Budapest: Alinea Kiadó, 244. p.



	Tyejje-Bruno (1984)	MacMillan et al. (1985)	Roure és Maidique (1986)*	MacMillan et al. (1987)*	Robinson (1987)	Khan (1987)	Stuart és Abetti (1987)*	Sandberg et al. (1988)	Rea (1989)*	Dubini (1989)*	Roure és Keeley (1990)*	Hisrich-Jankowicz (1990)	Dixon (1991)	Riquelme és Rickards (1992)	Hall és Hofer (1993)	Fried-Hisrich (1994)	Elango et al. (1995)	Muzyka et al. (1996)	Boocock és Woods (1997)	Zacharakis és Meyer (1998)	Shepherd (1999/a)	Shepherd (1999/b)*	Silva (2004)	Mason és Stark (2004)	Baum és Silverman (2004)	Franke et al. (2006)	Beckman et al. (2007)	Franke et al. (2008)	Kirsch et al. (2009)	Knockart et al. (2010)	Petty és Gruber (2011)	
<b>Értékelési kritériumok - menedzsment</b>																																
Vezetői tapasztalat, képességek	X	X	X	X	X		X	X				X			X	X	X	X	X									X		X		
Szakmai tapasztalat, referenciák	X	X	X	X	X		X	X	X			X	X	X		X		X	X		X	X	X				X	X	X	X		
Iskolai végzettség												X																X				
Belső tulajdonságok**		X		X	X	X	X	X	X	X		X			X	X	X		X			X										
Alapos piacismeret		X		X						X				X		X		X					X									
Vezető pozíció birtoklása másik start-up cégben egyidejűleg																									X							
Tulajdoni részesedés a vállalkozásban													X																			
Szakmai kapcsolatrendszer																							X		X		X					
Összhang a befektető és a menedzser között, személyes kapcsolat												X			X																X	
Marketingtudás	X												X																			
Pénzügyi szaktudás és képességek	X												X																			
Műszaki szaktudás és képességek	X				X																											
Megalapozott növekedési célok					X																											
Komplett vagy többtagú menedzsment					X		X				X	X	X												X				X	X		
Csapattagok közötti szakmai diverzitás																											X					
A főbb funkcionális területek lefedettek			X				X		X																						X	
Releváns közös szakmai tapasztalat a csapat tagjai között			X								X																		X			
Hasonlóság a csapat tagjai és a befektető személye között																										X						



Tyebjee-Bruno (1984)
MacMillan et al. (1985)
Roure és Mairide (1986)*
MacMillan et al. (1987)*
Robinson (1987)
Khan (1987)
Stuart és Abetti (1987)*
Sandberg et al. (1988)
Rea (1989)*
Dubini (1989)*
Roure és Keeley (1990)*
Hisrich-Jankowicz (1990)
Dixon (1991)
Riquelme és Rickards (1992)
Hall és Hofer (1993)
Fried-Hisrich (1994)
Elango et al. (1995)
Muzyka et al. (1996)
Boocock és Woods (1997)
Zacharakis és Meyer (1998)
Shepherd (1999/a)
Shepherd (1999/b)*
Silva (2004)
Mason és Stark (2004)
Baum és Silverman (2004)
Franke et al. (2006)
Beckman et al. (2007)
Franke et al. (2008)
Kirsch et al. (2009)
Knockart et al. (2010)
Petty és Gruber (2011)

**Értékelési kritériumok – exit**

Lehetőségek az exit megvalósítására	X																X													
Eladhatóság szakmai befektetőnek	X																													
A befektetés likviditása		X			X														X											
Várható megtérülési idő							X																							
Megtérülés, hozam, pü.-i teljesítmény		X					X			X				X	X				X											X

**Értékelési kritériumok – egyéb**

Érzékenység a gazdasági feltételekben bekövetkező változásokra	X															X														
A tőke megfelelő felhasználása							X																							
Megfelelő befektetés/saját tőke arány							X																							
Az ügylet finanszírozási struktúrája		X																												X
A vállalkozás tőkeszerkezete																												X		
Pénzügyi kimutatások kidolgozottsága							X																							
Várható bevétel/ nyereség növ. üteme											X			X																
Az ügyvezetésben történő befektetői közreműködés várható mértéke						X																								
A befektető személyes benyomása					X		X				X																			
A vállalkozás szervezeti struktúrája						X																								
A vállalkozás folytonos működése											X																			

\*\*Például: képes állandó és intenzív erőfeszítésre, a kockázatok megfelelő értékelésére és kezelésére, figyelni a részletekre, kreativitás, siker iránti vágy, dinamizmus, kiváló kommunikációs és kapcsolattartó képesség jellemzi.

\*\*\*A termék megnevezés itt szolgáltatást is jelenthet

### 3. számú melléklet: A kockázatitőke-befektetők által alkalmazott szándéknyilatkozat (term sheet) felépítése

A melléklet elkészítése során elsősorban Sahlman (1990), Kaplan és Strömberg (2002), Camp (2002), valamint Metrick és Yasuda (2011) tanulmányaira támaszkodtam, de segítségemre szolgált még az NVCA honlapján elérhető és szabadon letölthető mintadokumentum,<sup>148</sup> illetve a Bóné et al. (2013) által készített minta szándéknyilatkozat<sup>149</sup> is. Törekedtem arra, hogy a különféle angol jogi szakkifejezések magyar nyelven is megjelenjenek, de mivel a speciális terminológia miatt ezek több esetben csak tájékoztató jelleggel bírnak, így szükségesnek tartottam az eredeti, angol szakkifejezések feltüntetését is.

#### Ajánlati feltételek (*Offering Terms*)

Tekintettel arra, hogy a kockázatitőke-befektetők a vállalkozások finanszírozását jellemzően több körben valósítják meg, így egy-egy szándéknyilatkozat mindig egy adott finanszírozási kör (*series A, B, etc.*) feltételeit határozza meg. Az ajánlati feltételek a befektetők neveit, befektetéseik összegét, az ezért cserébe szerzett tulajdoni hányadot és részvény mennyiséget, egy-egy részvény eredeti vásárlási értékét, a vállalkozás befektetés előtti értékét (*pre-money value*), valamint a finanszírozás előtti és utáni tőkeszerkezetét (*capitalization*) tartalmazza. A vállalkozás befektetés előtti értékében a felek közösen megállapodnak, a befektető és az alapító tulajdonosok által birtokolt tulajdoni részesedéseket pedig az alábbi összefüggések alapján határozzák meg:

$$A \text{ vállalkozás befektetés előtti értéke (pre-money value) + Befektetési összeg (investment) = A} \\ \text{vállalkozás befektetés utáni értéke (post-money value)}$$

$$\text{Alapító tulajdonosok részesedése} = A \text{ vállalkozás befektetés előtti értéke} / A \text{ vállalkozás} \\ \text{befektetés utáni értéke (eredmény \% -ban)}$$

$$\text{Befektető tulajdoni részesedése} = \text{Befektetési összeg} / A \text{ vállalkozás befektetés utáni értéke} \\ \text{(eredmény \% -ban)}^{150}$$

A befektetési finanszírozás előtti és utáni tőkeszerkezetet bemutató szekció kitér arra is, hogy a vállalkozás saját tőkéjében milyen arányt képviselnek a közönséges részvények (*common stock*) és a befektetők tulajdoni részesedését jellemzően megtestesítő elsőbbségi részvények (*preferred stock*). Mindezt a szándéknyilatkozat egy külön táblázatban (*capitalization table*) mutatja be, melynek felépítése a következő:

Értékpapír	Befektetés előtti állapot		Befektetés utáni állapot	
	Részvények darabszáma	Részarány (%)	Részvények darabszáma	Részarány (%)
Törzsrészvények – Alapítók				
Törzsrészvények – Munkavállalók, ebből:				
1. kibocsátott				
2. nem kibocsátott				
Elsőbbségi részvények (első sorozat) – Befektetők				
<b>Összesen</b>				

<sup>148</sup> NVCA (2015): Term Sheet. Model Legal Documents. [www.nvca.org](http://www.nvca.org), Link: <http://nvca.org/resources/model-legal-documents/>.

<sup>149</sup> A mintadokumentum jelenleg csak angol nyelven érhető el az alábbi linken keresztül: <http://traction-tribe.com/downloads/>.

<sup>150</sup> Az összefüggések forrása: Bóné et al. (2013), 2. oldal.

Az ajánlati feltételek azt is tartalmazzák, hogy a befektetőnek milyen határidő mellett kell a befektetési összeget rendelkezésre bocsátani illetve azt is, hogy az adott összeg milyen jogcímen kerül jóváírásra a vállalkozásnál (jegyzett tőke vagy esetleg tartalékok).

### **Alapszabály vagy társasági szerződés (Certificate of Incorporation, Charter)**

Az ajánlati feltételek után, a szándéknyilatkozat következő része a vállalkozás finanszírozásához felhasznált különféle típusú részvények jogait, előjogait, preferenciáit és korlátozásait tartalmazza:

<p>Osztalékjogok (<i>dividends</i>)</p>	<p>A törzsrészvényesek javára történő pénzkivonás elkerülése érdekében az elsőbbségi részvényekhez legtöbbször osztalékelsőbbség tartozik, vagyis a törzsrészvényesek csak az elsőbbségi részvényesek kielégítése után részesedhetnek osztalékból. Az osztalék kifizetése történhet készpénz vagy újabb részvények formájában (<i>payment-in-kind</i> „PIK” <i>dividends</i>), az osztalékjog pedig lehet kumulatív vagy nem kumulatív. A kumulatív osztalék lényege, hogy az évente esedékes osztalékokat tőkésítik, és a kifizetés egy összegben történik akkor, ha a szándéknyilatkozatban kikötött likvidációs esemény bekövetkezik</p>
<p>Likvidációs elsőbbség, megtérülési preferencia (<i>liquidation preference</i>)</p>	<p>A likvidációs elsőbbség vagy megtérülési preferencia befolyásolja a vállalkozás befektetőiként (részvényesek és hitelezők egyaránt ide tartoznak) megjelenő szereplők követeléseinek kielégítési sorrendjét abban az esetben, ha a vállalkozásnál likvidációs esemény<sup>151</sup> következik be. Likvidációs elsőbbségre rendszerint az elsőbbségi részvénnyel rendelkező befektető jogosult, aki ezáltal előbb részesedhet a likvidáció során keletkező bevételből, mint a többi közönséges részvényes. Ha a likvidációs elsőbbség egyszeres, akkor a befektető jogosult visszakövetelni az általa eredetileg befektetett teljes összeget, ha viszont 2-3-szoros, akkor az eredetileg befektetett összeg többszörösét. A visszakapott összeg mellett a befektető jogosult megkapni továbbá az összes részére jóváhagyott, de ki nem fizetett osztalékot/osztalékelőleget is.</p> <p>A likvidációs elsőbbség lehet participating és non-participating is, előbbi esetben a befektető a likvidációs esemény bekövetkeztekor először visszakapja az eredetileg befektetett összeg valahányszorosát, majd ha marad még a bevételből, akkor azon a többi tulajdonossal együtt, a tulajdoni hányaduknak megfelelően osztozkodnak. A non-participating változatnál a befektető és a többi tulajdonos már rögtön a teljes bevételből arányosan osztozkodik tulajdoni részesedésüknek megfelelően.</p> <p>A likvidációs elsőbbség finomított változata, amikor a befektetés összegének valahányszorosában maximalizálják, hogy a likvidációs esemény bekövetkeztekor a befektető mekkora részt (pl.: a befektetési összeg 3x-osa) hasíthat ki magának a rendelkezésre álló összegből. Abban az esetben pedig, ha a</p>

<sup>151</sup> Likvidációs esemény alatt az angolszász szakirodalom több eseménnytípust is érthet. Ezek közé tartozik a vállalkozás értékesítése, összeolvadása egy másik céggel, vagy a tevékenység teljes megszüntetése.



	<p>rendelkezésre álló összeg nagyobb, mint a befektetőt megillető maximális összeg, akkor a befektető csak úgy részesedhet ebből a többletből, ha előtte saját elsőbbségi részvényeit törzsrészvényekre konvertálja. Ha ezt megteszi, akkor a többletből a tulajdoni részarányának megfelelően részesedhet (<i>capped liquidation preference</i>).</p>
Szavazati jogok ( <i>voting rights</i> )	<p>A szándéknyilatkozat szabályozza a finanszírozandó vállalkozás igazgatóságában betöltött helyek megoszlását a befektető, az alapító tulajdonosok és más külső, rendszerint független felek között. A befektető által elfoglalt igazgatósági helyek száma befolyásolja azt, hogy mennyire tud beleszólni a döntéshozatalba.</p>
Védő rendelkezések ( <i>protective provisions</i> )	<p>A szándéknyilatkozat a befektetők tulajdonosi pozíciójának védelme érdekében további védő rendelkezéseket tartalmaz. Ezek lényege, hogy az elsőbbségi részvényeket birtokló befektetők adott hányadának egyhangú hozzájárulása nélkül a vállalkozás nem teheti meg az alábbiakat (vétójog biztosítása adott nagyságú részvényhányad felett):</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. a vállalkozás tevékenységének megszüntetése vagy megváltoztatása,</li> <li>2. új, részvényre átváltható értékpapírok létrehozása vagy kibocsátása, illetve az ezekre irányuló engedély megadása, valamint a befektetők birtokában lévő elsőbbségi részvények engedélyezett számának növelése,</li> <li>3. a már meglévő, de a befektetők elsőbbségi részvényeivel egyenrangú, vagy alacsonyabb besorolású értékpapírok követelés-kielégítési rangsorban betöltött besorolásának megváltoztatása,</li> <li>4. osztalék kifizetése az elsőbbségi részvényeseknek jutó osztalék kifizetése előtt,</li> <li>5. hitelviszonyt megtestesítő értékpapír kibocsátása vagy annak engedélyezése, illetve hitelfelvétel egy előre meghatározott összeg felett,</li> <li>6. tulajdoni részesedést megtestesítő értékpapírt szerezni vagy fenntartani olyan leányvállalatban, mely nem áll a vállalkozás 100%-os tulajdonában, illetve megválni leányvállalati részesedéstől vagy egyéb kapcsolt vagy egyéb részesedési viszonyt megtestesítő értékpapírtól,</li> <li>7. az igazgatótanács csökkentése vagy növelése,</li> <li>8. A társaság alapszabályának vagy társasági szerződésének módosítása, kivéve az adminisztratív jellegű módosításokat,</li> <li>9. Tőkeleszállítás, a társasági forma módosítása, a vállalkozás átalakulása, vagy jogutód nélküli megszűnése,</li> <li>10. Üzleti terv elfogadása,</li> <li>11. Az üzleti tervben nem szereplő, de az éves működési költség adott százalékát meghaladó kiadás jóváhagyása, jelentősebb mértékű hitelfelvétel, mely meghalad egy adott összeget,</li> <li>12. A vállalkozás alaptőkéjének pénzbeli hozzájárulással történő felemelése esetén, az elsőbbségi részvényeket birtokló</li> </ol>

	befektetőket, majd utánuk a törzsrészesvényeseket jegyzési elsőbbség illeti meg. <sup>152</sup>
Árazási korrekció ( <i>antidilution</i> )	<p>Árazási korrekcióra akkor van szükség, ha a vállalkozás egy újabb körben ismételten tőkét vonna be, de alacsonyabb részesvényenkénti árazás vagy bekerülési érték mellett (<i>alacsonyabb pre-money valuation, azaz down-round</i>), mint ami az első körös befektetésnél érvényes volt. Ebben az esetben az első körös befektető jogosulttá válik arra, hogy részesedésének értékét az új, alacsonyabb árazási feltételek szerint újraértékeljék, elkerülve ezzel tulajdoni részesedésének hígulását. Az újraértékelés az alábbiak szerint történhet:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Súlyozott átlag szerinti árazási korrekció</b> (<i>weighted average antidilution</i>): az első körös befektető által megszerzett részesvények árát vagy bekerülési értékét az új, második körös befektető által fizetett részesvényár vagy bekerülési érték alapján határozzák meg, figyelembe véve az első és második körös befektető által megszerzett részesvények számarányát:</li> </ul> $CP_2 = CP_1 \cdot \frac{(A + B)}{(A + C)}$ <p>Ahol:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– <math>CP_1</math>: az első befektetési körnél érvényes részesvényár (<i>conversion price</i>),</li> <li>– <math>CP_2</math>: az új befektetési körnél érvényes részesvényár,</li> <li>– <math>A</math>: a jelenlegi részesvények darabszáma, melynek értelmezése kétféle lehet: (1) csak az összes kibocsátott alapítói törzsrészesvényt foglalja magába (<i>narrow-based</i>), vagy (2) az összes kibocsátott alapítói törzsrészesvényen kívül az összes elsőbbségi részesvényt és részesvényre szóló opciót is magába foglalja (<i>broad-based</i>), de egyik esetben sem tartalmazza az új befektetési körben kibocsátandó részesvények darabszámát,</li> <li>– <math>B</math>: feltételezett új részesvények darabszáma, vagyis az a részesvény mennyiség, ami az új befektetőt illetné meg az eredeti, legelső befektetési körnél érvényes részesvényár szerint,</li> <li>– <math>C</math>: tényleges részesvények száma, vagyis az a részesvény mennyiség, amit az újabb befektetési kör során az új befektető ténylegesen megszerez.</li> </ul> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Súlyozott átlag nélküli árazási korrekció</b> (<i>ratchet-based antidilution</i>): ebben az esetben az első befektetési kör során kialakult részesvényárat az új befektetési körnél érvényes részesvényárhoz igazítják úgy, hogy az első körös befektető tulajdoni részesedésének értéke ugyanakkora marad, de az általa birtokolt részesvények száma megváltozik (az alacsonyabb részesvényár miatt megnő).</li> </ul>

<sup>152</sup> A 8-12. pontok forrása: Bóné et al. (2013), 5. és 6. oldal.

<p>Elsőbbségi részvények konverziója, átváltása (<i>conversion</i>)</p>	<p>Az elsőbbségi részvényeket birtokló befektető bármikor átválthatja elsőbbségi részvényeit közönséges törzsrészvényekre, mellyel ugyanakkor elveszíti elsőbbségi jogait is. A konverzió lehet opciós (<i>optional</i>) vagy automatikus (<i>mandatory</i>), melyek közül az első egy bármikor történő átváltást tesz lehetővé, míg a második akkor ha olyan nyilvános részvénykibocsátásra (<i>QPO = Qualified Public Offering</i>) kerül sor, melynek volumene, vagyis a részvénykibocsátással bevont tőke összege és a kibocsátáskori részvényár megfelel a szándéknyilatkozatban ezekre vonatkozóan kikötött feltételeknek. A kibocsátáskori részvényárat az eredeti részvényár valahányszorosában határozzák meg.</p> <p>Automatikus konverzióra kerülhet sor akkor is, ha ehhez az elsőbbségi részvényeket birtokló befektetők szándéknyilatkozatban meghatározott hányada írásban hozzájárul, valamint akkor, ha a vállalkozás egy újabb befektetési körben friss tőkét szeretne bevonni, de ehhez a korábbi kör befektetője nem tud vagy nem akar hozzájárulni (erről lásd bővebben a „Pay-to-play” pontot).</p>
<p>Pay-to-play</p>	<p>A szándéknyilatkozat ezen pontja azt az esetet szabályozza, amikor a vállalkozásnak egy újabb kör befektetésre van szüksége, de abban a korábbi befektető a tulajdoni részesedésének arányában nem tud, nem akar vagy csak tulajdoni részesedésénél kisebb mértékben akar részt venni. Ha ez a helyzet áll fenn, akkor a befektető tulajdonában lévő elsőbbségi részvények, vagy ezek megfelelő hányada automatikusan törzsrészvényekre cserélődnek. Ha a korábbi körben szereplő befektető csak részben vesz részt az újabb befektetési körben, akkor az elsőbbségi részvényeiből átcserélt arány a következő lesz:</p> $\text{CONV} (\%) = [ 1 - (\text{INV}^X / \text{INV}^B) ] \cdot 100$ <p>Ahol:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– CONV: a befektető elsőbbségi részvényeiből átcserélésre kerülő rész százalékban,</li> <li>– INV: az új befektetési kör során befektetett összeg,</li> <li>– <math>\text{INV}^X</math>: a befektető által a következő körben befektetett új összeg,</li> <li>– <math>\text{INV}^B = \text{INV} \cdot (\text{a befektető által birtokolt elsőbbségi részvények darabszáma} / \text{az összes részvény darabszáma})</math>.</li> </ul> <p>(<i>Forrás: Bóné et al. [2013], 7. oldal</i>)</p> <p>Ha a korábbi befektető egyáltalán nem vesz részt a következő kör finanszírozásába, akkor a pay-to-play biztosíték értelmében elveszíti elsőbbségi jogait, s a vállalkozásban mint közönséges törzsrészvényes lesz jelen, az elsőbbségi jogokat pedig az új befektető kapja meg, aki a következő kör finanszírozásába hajlandó beszállni.</p>
<p>Visszavásárlási jogok (<i>redemption rights</i>)</p>	<p>A visszavásárlási jogok biztosítják a befektető számára, hogy a likvidációs eseményeken kívül is, ha bizonyos feltételek</p>

	fennállnak, akkor visszakövetelheti az általa korábban befektetett teljes összeget. Ilyen feltétel lehet például egy előre meghatározott időtartam elérése vagy egy kitűzött mérföldkő teljesítésének elmulasztása. A visszafizetés az eredeti részvényár szerinti összegben történik, az időközben felhalmozódott, de ki nem fizetett osztalékkal együtt. A visszafizetés ütemezésére a szándéknyilatkozat előírhat több részletet is.
--	---

### Befektetői jogi megállapodás (*Investor Rights Agreement*)

Regisztrálható/jegyezhető értékpapírok ( <i>Registrable Securities</i> )	A megállapodás szerint, minden olyan befektetői tulajdonban lévő törzsrészvény és törzsrészvényre cserélhető elsőbbségi részvény regisztrálható értékpapírnak minősül, azaz alkalmasak arra, hogy a vállalkozás tőzsdére lépése esetén jegyzésre és ezen keresztül tőzsdei bevezetésre kerüljenek. Ezáltal a befektető tulajdoni részesedését megtestesítő értékpapírok a tőzsdén értékesíthetővé válnak, ami kiszállási (exit) lehetőséget, vagyis a befektetett tőke likviditását biztosítja a befektető számára.
Regisztráció/jegyzés kikényszerítése ( <i>Demand Registration</i> ) <sup>153</sup>	A legerősebb regisztrációs vagy jegyzési jog, amit a befektető birtokolhat, melynek lényege, hogy a befektető kikényszerítheti a tulajdonában lévő részvények tőzsdei regisztrációját/jegyzését. Ezt a jogot rendszerint többféle korlátozáshoz is kötik: <ul style="list-style-type: none"> <li>• A befektetés megtörténte után csak bizonyos idő elteltével, jellemzően három-öt év múlva lehetséges a regisztráció (<i>időbeli korlát</i>),</li> <li>• Ha megtörténik a vállalkozás tőzsdére vitele, akkor a befektetői részvények regisztrációjára csak a bevezetést követő 6-12 hónap múlva kerülhet sor (<i>időbeli korlát</i>),</li> <li>• A regisztrációs/jegyzési jog kikényszerítésére csak adott számú alkalommal kerülhet sor (<i>gyakorisági korlát</i>),</li> <li>• A regisztrációs/jegyzési jog kikényszerítésére csak akkor kerülhet sor, ha azzal a regisztrálható/jegyezhető részvények egy adott mennyisége (pl.: 20-50%-a) egyszerre regisztrálásra/jegyzésre kerül (<i>mennyiségi korlát</i>),</li> <li>• A regisztrációs/jegyzési jog kikényszerítésére csak akkor kerülhet sor, ha az így tőzsdére vitt részvények összértéke nem kevesebb, mint egy előre meghatározott pénzösszeg (<i>összeg korlát</i>).</li> </ul>
Regisztrációs/jegyzési kiadások ( <i>Registration Expenses</i> )	A befektetők rendszerint kikötik a szándéknyilatkozatban, hogy a vállalkozás tőzsdére lépése esetén a részvények regisztrálásával/jegyzésével kapcsolatban felmerülő kiadásokat teljes egészében a vállalkozásnak kell fedeznie.
Részvényértékesítés átmeneti zárolása ( <i>Lock-up</i> )	Annak érdekében, hogy a tőzsdére kerülő részvények árfolyamában, a kibocsátást követő néhány kereskedési hónapban ne történjen meg drasztikus visszaesés, a vállalkozás részvényesei

<sup>153</sup> A regisztrációs/jegyzési jogok további típusainak (Short-Form, S-3 Registration Rights és Piggyback Registration Rights) jellemzőiről lásd: Camp (2002), Metrick-Yasuda (2011) munkáit, valamint NVCA (2015).

	(alapítók, befektetők, munkavállalók) a kibocsátás utáni, jellemzően 180 napos időszak során nem adhatják el részvényeiket.
Menedzsment és tájékoztatási jogok ( <i>Management and information rights</i> )	A befektetők kifejezett kérésére, a befektetési tranzakció zárása előtt azon befektetők akik ezt kifejezetten kérik, Menedzsment Levél formájában tájékoztatást kaphatnak a befektetőket megillető jogokról. Minden olyan befektetőnek, aki az elsőbbségi részvényekből egy adott összeghatár felett vásárol („ <i>Major Investor</i> ”), joga van: <ul style="list-style-type: none"> <li>• A normál nyitvatartási időben, előzetes értesítést követően helyszíni szemlét tartani a vállalkozásnál, amibe beletartozik a személyzettel történő személyes egyeztetés lehetősége is,</li> <li>• Rendszeres tájékoztatást kapni havi és/vagy negyedéves, illetve éves pénzügyi jelentések formájában, kiegészítve minden olyan egyéb információval, amit az igazgatóság előzetesen jóváhagy,</li> <li>• A következő üzleti évre vonatkozó, havi bontású működési költségvetést kapni (bevételek, kiadások és pénzügyi helyzet előrejelzése), minden üzleti év vége előtt 30 nappal,</li> <li>• Minden negyedév végén aktualizált kapitalizációs táblázatot kapni.</li> </ul>
Az arányos tulajdoni részesedés fenntartásához való jog ( <i>Right to maintain proportionate ownership</i> )	Minden olyan befektetőnek, aki az elsőbbségi részvényekből egy adott összeghatár felett vásárol, joga van ahhoz, hogy az általa birtokolt tulajdoni részesedés alapján részt vegyen a vállalkozás által szervezett további értékpapír kibocsátásokban.
Befektetői igazgatói jóváhagyást igénylő esetek <sup>154</sup> ( <i>Matters requiring investor director approval, protective provisions</i> )	Mindaddig, amíg az elsőbbségi részvényeket birtokló befektetőket megilleti adott számú hely a vállalkozás igazgatóságában, a vállalkozás nem teheti az alábbiakat a befektetőket képviselő igazgatók előzetes jóváhagyása nélkül: <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Kölcsönt, előleget adni egy másik vállalkozásnak vagy jogi személynek, illetve részesedést birtokolni másik vállalkozásban vagy jogi személyben,</li> <li>2. Kölcsönt vagy előleget adni magánszemélyeknek, beleértve a vállalkozás munkavállalóit és ügyvezetőjét,</li> <li>3. Bármilyen kötelezettségre, adósságra garanciát adni,</li> <li>4. Bármilyen beruházást végrehajtani, ami nem áll összhangban az igazgatóság által jóváhagyott beruházási politikával,</li> <li>5. Bármiféle adósság átvállalása egy megadott összegen felül,</li> <li>6. Igazgatói pozícióban lévő munkatársak elbocsátása vagy újak felvétele, juttatási csomagjuk megváltoztatása,</li> <li>7. A vállalkozás üzleti profiljának megváltoztatása (pl.: új tevékenységbe kezdés, meglévő megszüntetése),</li> <li>8. A vállalkozásnál tárgyasult formában meglévő technológiai eszközök és a szellemi tulajdonba tartozó immateriális javak eladása, átruházása, elzálogosítása, bérbeadása,</li> <li>9. Olyan stratégiai kapcsolatot létesíteni, mely a vállalkozás</li> </ol>

<sup>154</sup> Elképzelhető olyan megoldás is, hogy a szándéknyilatkozat korábban már bemutatott védő rendelkezései (*protective provisions*) tartalmazzák ezeket a pontokat is (NVCA, 2015).

	részéről egy adott összeghatárnál magasabb fizetési vagy eszköz átruházási kötelezettséggel járna,
Versenytilalmi megállapodás ( <i>Non-Competition Agreement</i> )	A vállalkozás mindegyik alapítója és kulcsembere adott számú évre vonatkozóan vagy amíg az első körös befektető a vállalkozásban jelen van, versenytilalmi megállapodást köt a vállalkozással, azaz meghatározott ideig az alapítók és a kulcs emberek nem csatlakozhatnak egy, a vállalkozás közvetlen versenytársának minősülő másik céghez és nem rendelkezhetnek közvetlenül vagy közvetve tulajdoni részesedéssel olyan cégben, mely a vállalkozás versenytársának minősül.
Titoktartási megállapodás ( <i>Non-Disclosure Agreement</i> )	Mindegyik jelenlegi és korábbi alapítót valamint munkatársat titoktartási kötelezettség terhel a vállalkozásra vonatkozó üzleti információk bizalmas kezelése kapcsán. A titoktartási kötelezettséget a jelenlegi és korábbi alapítók, valamint a munkavállalók is titoktartási nyilatkozat aláírásával vállalják.
Igazgatósági ügyek ( <i>Board matters</i> )	Az igazgatóságnak legalább meghatározott időközönként (pl.: havonta vagy negyedévente) üléseznie kell, hacsak az igazgatók többsége időközben másképp nem határoz erről. A vállalkozás köteles felelősségbiztosítást kötni olyan összegben, ami az igazgatóságnak is megfelelő. A vállalkozás továbbá belegezük, hogy az elsőbbségi részvényeket birtokló befektetőkkel szembeni kártalanítási kötelezettsége elsőbbséget élvez az összes többi, hozzájuk képest alárendelt pozícióban lévő befektetőhöz képest.
Munkavállalói részvényopciós terv ( <i>Employee Stock Option Plan, ESOP</i> )	A vállalkozás munkavállalóinak motiválása céljából a szándéknyilatkozat rögzíti, hogy a közönséges törzsrészvények és elsőbbségi részvények teljes mennyiségéből mekkora hányadot különítenek el a munkavállalói részvényopciós terv javára. Ezáltal a munkavállalóknak lehetőségük van arra, hogy a vállalkozásban résztulajdonosok lehessenek, ami közvetlenül érdekeltté teszi őket a vállalkozás értékének gyarapodásában.
Kulcs emberekre kötött életbiztosítás ( <i>Key person insurance</i> )	A vállalkozás kössön életbiztosítást az alapítókra olyan összegben, ami az igazgatóság számára is megfelelő. A biztosítás engedményezettje a vállalkozás.
Elővásárlási jog és elsőbbségi jog ( <i>Right of first refusal, pre-emption right</i> )	A befektetőknek elővásárlási joguk van a vállalkozás minden olyan részvényére, melyet a vállalkozásban adott %-nál nagyobb mértékű részesedéssel rendelkező alapítók vagy munkavállalók harmadik fél részére eladásra felkínálnak.  Abban az esetben, ha új tőkebevonásra kerül sor a vállalkozásnál, akkor az első körben már befektetést végrehajtó befektetőt elsőbbségi jog illeti meg arra vonatkozóan, hogy a következő körben, a harmadik feleknek ajánlott feltételekkel azonos feltételek mellett előbb fektessen be, mint a harmadik fél.
Együttes eladáshoz való jog ( <i>take-me-along or</i>	Ha a vállalkozás törzsrészvényesei értékesíteni akarják a birtokukban lévő részvényeket, akkor a befektetőknek jogában áll

<i>tag-along or co-sale rights)</i>	csatlakozni az eladáshoz és a törzsrészesvények eladására érvényes azonos feltételekkel eladhatják saját elsőbbségi részesvényeiket is. Ha a befektetők élni szeretnének ezen jogukkal, akkor a törzsrészesvényesek tulajdonosai csak akkor adhatják el részesvényeiket, ha a vevő a befektető tulajdonában lévő elsőbbségi részesvényeket is megvásárolja.
Eladás kikényszerítéséhez való jog ( <i>drag-along</i> )	<p>Abban az esetben, ha a befektető vételi ajánlatot kapna egy harmadik féltől a vállalkozás egészére vonatkozóan, akkor a befektető jogosulttá válik arra, hogy a saját elsőbbségi részesvényeinek eladása mellett, ugyanazon feltételekkel, a törzsrészesvényeik eladására kényszerítse a vállalkozás többi részesvényesét is. Az eladás kikényszerítéséhez való jog érvényesítését a szándéknyilatkozat feltételekhez kötheti:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Az eladás kikényszerítéséhez való joggal csak akkor élhet a befektető, ha a vállalkozás cégértéke, illetve a harmadik féltől érkező vételi ajánlat szerinti cégérték egy előre meghatározott szintet elér.</li> <li>• Az eladás kikényszerítéséhez való joggal csak akkor élhet a befektető, ha a harmadik fél részére történő eladási tranzakció megvalósításához a tulajdonosok által birtokolt szavazati jogok többsége (jellemzően 80-90%-a) hozzájárul.</li> <li>• Az eladás kikényszerítéséhez való joggal csak akkor élhet a befektető, ha ezzel egyidejűleg az alapító tulajdonosok egy előre meghatározott összegben részesülnek.</li> <li>• Amennyiben a befektető élni akar az eladás kikényszerítéséhez való jogával, akkor ezt csak az összes törzsrészesvényre egyidejűleg, azonos időben és feltételekkel teheti meg, nem pedig pusztán a törzsrészesvények egy adott hányadára.</li> </ul>
Igazgatóság összetétele ( <i>Board of Directors</i> )	A szándéknyilatkozat rögzíti a vállalkozás vezetését biztosító igazgatóság összetételét név szerint, s bemutatva azt is, hogy az adott illető melyik befektető, vagy az alapítók képviselőjét látja el vagy esetleg mint független szakértőt jelenik meg.

### Egyéb feltételek (Other matters)

Az alapítói részesvények fokozatos visszajuttatása az alapítók részére ( <i>Vesting</i> ).	Annak érdekében, hogy a befektetők csökkentsék annak veszélyét, hogy a vállalkozást alapító kulcsemberek kilépjenek, a szándéknyilatkozatok gyakran tartalmazzák az ún. vesting konstrukciót, melynek lényege, hogy az alapítók, a befektetést követően elveszítik tulajdoni részesedésüket és azt csak egy adott időtávon keresztül fokozatosan kapják vissza előre meghatározott részletekben. A tengerentúlon elterjedt gyakorlat szerint a vesting időtartama négy év, mely idő alatt az alapítók havonta, a teljes tulajdoni részesedésük 1/48-ad részét kapják vissza. A konstrukció része egy egy éves átmeneti periódus is („ <i>cliff</i> ”), mely idő alatt, ha
--	---

<p>Átmeneti vételi jog az alapítók által birtokolt részvények időben változó hányadára (<i>Reverse Vesting</i>)</p>	<p>az alapítók elhagyják a vállalkozást, nem kapják meg még azt a részvényt is, ami erre az időszakra járna.<sup>155</sup> Az átmeneti periódus célja az, hogy a kulcsemberek gyors kilépését a befektetők megakadályozzák, illetve ha van olyan alapító vagy partner, akiről kiderül, hogy nem kellett volna bevonni a működésbe, akkor annak gyors távozása esetén ne kelljen a rá jutó tulajdonhányad időarányos részét átadni (Rachleff, 2014).</p> <p>A szándéknyilatkozat szabályozza azt a helyzetet is, amikor a vállalkozás rendelkezésére álló vételi jog időszaka alatt a vállalkozás felvásárlására kerül sor. Ekkor a vesting-gel kapcsolatban két eset lehetséges:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Amint a felvásárlás megtörténik és az irányításban változás következik be, az alapítók visszakapják az összes részvényüket, a vételi jog pedig azonnal megszűnik (<i>Single trigger vesting</i>),</li> <li>• Amint a felvásárlás megtörténik és az irányításban változás következik be, az alapítók csak akkor kapják vissza részvényeiket, ha az irányításban bekövetkezett változással egyidejűleg az alapító munkaviszonya megszűnik a vállalkozással (<i>Double trigger vesting</i>).</li> </ul> <p>Mindkét esetben az alapítók azonnal, egy gyorsított folyamat keretében jutnak hozzá részvényeikhez (<i>Accelerated vesting</i>).</p> <p>A vesting egy speciális változata az ún. reverse vesting, mely az eredeti eset fordítottja: a konstrukció szerint az alapítók megkapják teljes részvénytöredéküket, a vállalkozás pedig vételi jogot szerez az összes kibocsátott törzsrészvényre meghatározott vásárlási áron, az alapítástól számított meghatározott időtartamon belül. Egy adott törzsrészvényesnél, a vételi joggal a vállalkozás abban az esetben élhet, ha az adott „részvényes ténylegesen nem a ...feladatkörének megfelelő tevékenységet végez.” (Forrás: Bóné et al. [2013], 3. oldal), azaz nem tesz semmit, vagy csak minimális erőfeszítést tesz annak érdekében, hogy a vállalkozás megfelelően működjön és növekedjen. Az alapítás után, a vállalkozás vételi joga a vásárolható részvények mennyiségét tekintve az idő előrehaladtával folyamatosan csökken.<sup>156</sup></p>
<p>Kizárólagosság, exkluzivitás (<i>No shop, Confidentiality</i>)</p>	<p>A szándéknyilatkozatban a befektetők általában kikötik, hogy amennyiben a felek megállapodnak, a feltételeket közösen elfogadják és a szándéknyilatkozatot aláírják, akkor ezt követően az alapítók, előre meghatározott ideig nem fognak harmadik személlyel (pl.: másik befektetővel) tárgyalni, illetve befektetési ajánlatot elfogadni. Ilyen külső megkeresés esetén pedig, a</p>

<sup>155</sup> Példa: ha az egyik alapító a befektetést követő fél év után úgy dönt, hogy elhagyja a vállalkozást, akkor a vesting menetrendje szerint jogosult lenne az eredeti részesedésének 6/48-ad részére, de mivel a konstrukció része az egy éves „cliff”, ami pedig még nem járt le, így az idő előtt távozó alapító végül nem kap vissza semmit sem.

<sup>156</sup> A vesting gyakorlatára jellemző példát mutatnak be Bóné et al. (2013) a 3. oldalon: „A Társaság alapításakor a vonatkozó részvényes részvényeinek 48/48 hányadára rendelkezik vételi joggal, amely vételi jog 6 (hat) hónap elteltével 42/48-adra csökken, majd havonta mindig újabb 1/48 hányaddal kisebb részvényhányadra vonatkozik (4 év vesting 6 hónap cliff-fel).” A „cliff” itt arra utal, hogy ha az adott részvényes az alapítástól számított hat hónapon belül hagyja el a vállalkozást, akkor részvény nélkül távozik, mivel tulajdoni részesedése a vállalkozásé lesz.



	<p>vállalkozás köteles tájékoztatni a már társtulajdonosi pozícióban lévő befektetőt, hiszen neki elsőbbsége van arra, hogy egy újabb kör esetén finanszírozóként részt vegyen ugyanolyan feltételekkel, mint amilyen feltételekkel a harmadik fél is részt venne az új befektetési körben. Amennyiben az alapítók ezt mégis megszegik, úgy a vállalkozás a befektetőknek köteles adott nagyságú megváltási díjat fizetni.</p> <p>A szándéknyilatkozatban szereplő feltételeket, tartalmat és információkat az alapítók nem adhatják ki harmadik félnek, az első körös befektetők külön írásbeli hozzájárulása nélkül.</p>
Érvényesség ( <i>Expiration</i> )	<p>Amennyiben a szándéknyilatkozatban közölt feltételeket az alapítók nem fogadják el adott időn belül, úgy azt követően a szándéknyilatkozat érvényessége lejár. A szándéknyilatkozat kötelező érvénnyel még nem bír (<i>non-binding</i>).</p>

#### 4. számú melléklet: A 2008-as és 2014-es felmérések befektetői mintái

##### 1. táblázat: A 2008-as kutatásban résztvevő állami tulajdonosi háttérrel rendelkező kockázati-tőke-befektetők<sup>157</sup>

Megnevezés	Állami befektető #1	Állami befektető #2	Állami befektető #3
Hivatkozási azonosító <sup>158</sup>	ST08-1	ST08-2	ST08-3
Kezelt alapok száma	1	1	Nem alapként működik, hanem gazdasági társaságként
Kezelt alapok mérete	5 milliárd Ft	3 milliárd Ft	A befektethető tőke összege: 4,4 milliárd Ft
Kezelt alapok futamideje	20 év	15 év	nincsen
Kezelt alapok indítási éve	2005	2002	A társaság 2001-ben alakult
Kezelt alapok földrajzi fókusz	Magyarország	Magyarország	Magyarország
Tulajdoni háttér	közvetve 100% állami tulajdon	közvetve 100% állami tulajdon	közvetve többségi állami tulajdon
Eddig befektetett tőke összege	≈ 1 milliárd Ft	≈ 2,67 milliárd Ft	≈ 3,57 milliárd Ft
Eddig befektetett tőke összege Magyarországon	≈ 1 milliárd Ft	≈ 2,67 milliárd Ft	≈ 3,57 milliárd Ft
Preferált életciklus	induló, korai fázisú (start-up)	induló, korai fázisú (start-up)	inkább expanzív, esetleg korai fázis (start-up)
Preferált szakágazat	nincsen	informatika és távközlés	nincsen
Preferált vállalati méret	100 fő alatti cégek	100 fő alatti cégek	250 fő alatti cégek
Átlagos ügyletméret	150-250 millió Ft	200-250 millió Ft	68,5 millió Ft
Portfóliócégek száma	4	9	34
Magyarországi portfóliócégek száma	4	9	34
Megvalósított exitek száma	0	2	19
Jellemző befektetési futamidő	5 év	5 év	5 év
Jellemző tulajdoni hányad	25-49%	25%+1 - 49%	maximum 49%

Forrás: saját szerkesztés

<sup>157</sup> A 3. számú melléklet 1. táblázatában szereplő adatok a 2008-as kutatás időpontja szerinti állapotot tükrözik, nem pedig az aktuális helyzetet. Ennek megfelelően a portfóliócégek száma az interjúkészítés időpontjában az adott befektető portfóliójában lévő cégek számát jelenti, nem pedig az addig finanszírozott összes céget.

<sup>158</sup> A kérdőíves felmérésben résztvevő alanyok anonimitásának figyelembevétele érdekében a befektetők megkülönböztetésére hivatkozási azonosítókat használtunk. Az állami befektetők esetében az „ST” utal a befektető állami tulajdonosi háttérére (ST = STATE, az „állam” szó angol megfelelője), a „08-as” kód a 2008-as kutatásra, az „1-es” szám pedig a befektető sorszáma.

**2. táblázat: A 2008-as kutatásban résztvevő magáneredetű forrásokat kihelyező kockázati tőke-befektetők I.<sup>159</sup>**

Megnevezés	Magán-befektető #1	Magán-befektető #2	Magán-befektető #3	Magán-befektető #4
Hivatkozási azonosító <sup>160</sup>	PR08-1	PR08-2	PR08-3	PR08-4
Kezelt alapok száma	Gazdasági társaság	Gazdasági társaság	1	1
Kezelt alapok mérete	A befektethető tőke összege: 500 millió EUR (156 milliárd Ft)	500 millió USD (146,8 milliárd Ft)	≈ 10 millió USD (≈ 2,9 milliárd Ft)	3 millió EUR (933 millió Ft)
Kezelt alapok futamideje	nincsen	nincsen	7 év	5 év
Kezelt alapok indítási éve	A társaság 2005-ben alakult	A társaság 2001-ben alakult	2001	1999
Kezelt alapok földrajzi fókusz	KKE régió, BE, RU	teljes Európai Unió	KKE régió	Magyarország
Tulajdoni háttér	100%-ban magán	100%-ban magán	100%-ban magán	100%-ban magán
Eddig befektetett tőke összege	450 millió EUR (140 milliárd Ft)	N/A	10 millió USD (2,9 milliárd Ft)	2,4 millió EUR (746 millió Ft)
Eddig befektetett tőke összege Magyarországon	82 millió EUR (25,5 milliárd Ft) a KKE régióban	N/A	1,1 millió USD (320 millió Ft)	2,4 millió EUR (746 millió Ft)
Preferált életciklus	expanzió, érett életszakasz, esetleg korai szakasz	expanzió, érett életszakasz	expanzió	induló (start-up) és expanszió
Preferált szakágazat	nincsen	nincsen	nincsen	nincsen
Preferált vállalati méret	100-500 fő között vagy 500 fő felett	árbevétel alapján, min. 20-40 millió EUR (6,2-12,4 milliárd Ft)	árbevétel alapján, min. 5-10 millió USD (1,5-2,9 milliárd Ft)	árbevétel alapján, min. 0,5 millió EUR (156 millió Ft)
Átlagos ügyletméret	3-20 millió EUR, (0,9-6,2 milliárd Ft)	10-20 millió EUR (3,1-6,2 milliárd Ft)	0,3-3 millió USD (88-881 millió Ft)	500-550 ezer EUR (156-171 millió Ft)
Portfólióban lévő cégek száma	30	10	3	6
Magyarországi portfóliócégek száma	2	0	1	6
Megvalósított exitek száma	36	15	< 5	6
Jellemző befektetési futamidő	3-4 év	4-5 év	3-5 év	1-3 év
Jellemző tulajdoni hányad	25-100%	50%+1 - 75%	többségi	min. 25%+1

*Forrás: saját szerkesztés*

<sup>159</sup> Az euróban vagy dollárban megadott adatok mellé zárójelben feltüntettem a forintértékeket is. Mivel ugyanezt megtettem a 2014-es kutatásban résztvevő befektetői minta jellemzésénél is, ezért az árfolyamváltozásból eredő hatás kiszűrése végett a 3. számú melléklet 2., 3., 4., 6., 7. és 8. táblázatainál egységesen ugyanazokat a 2016. december 30-án érvényes MNB középárfolyamokat használtam. Az euró-forint esetében az árfolyam 311,02 HUF/EUR-nak, a dollár-forint esetében pedig az árfolyam 293,69 HUF/USD-nek felelt meg.

<sup>160</sup> A kérdőíves felmérésben résztvevő alanyok anonimitásának figyelembevétele érdekében a befektetők megkülönböztetésére hivatkozási azonosítókat használtam. A magánbefektetők esetében a „PR” utal arra, hogy a befektető magántulajdonosi háttérrel rendelkezik (PR = PRIVATE, a „magán” szó angol megfelelője), a „08-as” kód a 2008-as kutatásra, az „1-es” szám pedig a befektető sorszáma.

**3. táblázat: A 2008-as kutatásban résztvevő magáneredetű forrásokat kihelyező kockázati tőke-befektetők II.**

Megnevezés	Magán-befektető #5	Magán-befektető #6	Magán-befektető #7
Hivatkozási azonosító	PR08-5	PR08-6	PR08-7
Kezelt alapok száma	2	2	3 (Európára fókuszáló alapok) <sup>161</sup>
Kezelt alapok mérete	#1: 46 millió EUR (14,3 milliárd Ft) #2: 67 millió EUR (20,8 milliárd Ft)	#1: 115 millió EUR (35,8 milliárd Ft) #2: 261 millió EUR (81,2 milliárd Ft)	#1: 25 millió USD (7,3 milliárd Ft) #2: 38 millió EUR (11,8 milliárd Ft) #3: 320 millió EUR (99,5 milliárd Ft)
Kezelt alapok futamideje	#1: 9 év #2: 9 év	#1: 10 év #2: 10 év	N/A
Kezelt alapok indítási éve	#1: 1997 #2: 2003	#1: 2002 #2: 2007	#1: 1997 #2: 2002 #3: 2006
Kezelt alapok földrajzi fókuszja	#1: CZ, PL, HU, SK #2: KKE régió	#1: KKE régió, UA, RU, RS, HR #2: KKE régió, UA, RU, RS, HR	#1: Európa #2: Európa #3: Európa
Tulajdoni háttér	100%-ban magán	100%-ban magán	100%-ban magán
Eddig befektetett tőke összege	mindkét alap tőkéje, 113 millió EUR (35,1 milliárd Ft)	#1: 115 millió EUR (35,8 milliárd Ft) #2: 220 millió EUR (68,4 milliárd Ft)	N/A
Eddig befektetett tőke összege Magyarországon	N/A (2 magyarországi befektetés)	55 millió EUR (17,1 milliárd Ft)	N/A (2 magyarországi befektetés)
Preferált életciklus	expanzió, érett életszakasz	expanzió, érett életszakasz	expanzió, érett életszakasz
Preferált szakágazat	nincsen	nincsen	nincsen
Preferált vállalati méret	árbevétel alapján, min. 10-30 millió EUR (3,1-9,3 milliárd Ft)	árbevétel alapján, ≈ 40 millió EUR (12,4 milliárd Ft) EBITDA alapján, 7-8 millió EUR (2,2-2,5 milliárd Ft)	EBITDA alapján, 3-20 millió EUR (0,9-6,2 milliárd Ft)
Átlagos ügyletméret	5-10 millió EUR (1,6-3,1 milliárd Ft)	15-20 millió EUR (4,7-6,2 milliárd Ft)	5-20 millió EUR (1,6-6,2 milliárd Ft)
Portfólióban lévő cégek száma	15	22	13
Magyarországi portfóliócégek száma	2	3	1
Megvalósított exitok száma	N/A	5	11
Jellemző befektetési futamidő	3 év	3 év	3-6 év
Jellemző tulajdoni hányad	többségi, 50%+	mezzanine hitel, max 20% részesedés	többségi, 50%+

*Forrás:* saját szerkesztés

<sup>161</sup> Az alapkezelő globális lefedettséggel rendelkezik, így nemcsak Európában, hanem az Amerikai Egyesült Államokban, Ázsiában és a Csendes-óceáni térségben is keres befektetési lehetőségeket, külön ezekre a földrajzi térségekre koncentráló alapokon keresztül. Jelen táblázat csak azon alapokra vonatkozó információkat tartalmazza, melyek Európában fektetnek be.

#### 4. táblázat: A 2014-es kutatásban résztvevő, állami tulajdonosi háttérű kockázatitőke-befektetők

Megnevezés	Állami befektető #1	Állami befektető #2
Hivatkozási azonosító <sup>162</sup>	(A)	(B)
Kezelt alapok száma	1	2
Kezelt alapok mérete	14 milliárd Ft	#1: 3 milliárd Ft #2: 20 millió EUR (6,2 milliárd Ft)
Kezelt alapok futamideje	10 év	#1: 15+5 év #2: 7 év
Kezelt alapok indítási éve	2011	#1: 2002 #2: 2009
Kezelt alapok földrajzi fókusz	Magyarország	#1: Magyarország #2: HU, RO, BU, HR, SI, RS, MK
Tulajdoni háttér	a kezelt alap forrásának 100%-az Európai Uniótól származik <sup>163</sup>	#1: közvetve 100% állami tulajdon #2: közvetve 100% állami tulajdon
Eddig befektetett tőke összege	4 milliárd Ft	#1: 3 milliárd Ft #2: 1,2 milliárd Ft
Eddig befektetett tőke összege Magyarországon	4 milliárd Ft	#1: 3 milliárd Ft #2: 1,2 milliárd Ft
Preferált életciklus	expanzió	#1: induló, korai fázisú (start-up) #2: inkább expanszió
Preferált szakágazat	nincsen	#1: informatika és távközlés #2: magas növekedési potenciálú iparágak
Preferált vállalati méret	min. 25 fő, vagy a befektetést követő két évben el kell érni ezt a létszámot	#1: 100 fő alatti cégek #2: N/A
Átlagos ügyletméret	min. 25 millió Ft	#1: 200-250 millió Ft #2: 50-600 millió Ft
Portfóliócégek száma	36	összesen 9
Magyarországi portfóliócégek száma	36	N/A
Megvalósított exitok száma	4	#1: 1 #2: 1
Jellemző befektetési futamidő	5 év	#1: 5 év #2: 3-4 év
Jellemző tulajdoni hányad	max. 49%	#1: 25%+1 - 49% #2: többségi vagy meghatározó kisebbségi

*Forrás: saját szerkesztés*

<sup>162</sup> A kérdőíves felmérésben résztvevő alanyok anonimitásának figyelembevételére érdekében a 2014-es kutatás során is a befektetők megkülönböztetésére hivatkozási azonosítókat használtam (A)-tól (M)-ig terjedő betűjelekkel.

<sup>163</sup> A befektetendő tőke az Európai Unió Regionális Operatív Programja által biztosított támogatási keretből származott.

**5. táblázat: A 2014-as kutatásban résztvevő magáneredetű forrásokat kihelyező kockázati tőke-befektetők I.**

Megnevezés	Magán-befektető #1	Magán-befektető #2
Hivatkozási azonosító	(C)	(D)
Kezelt alapok száma	1	Nem alapként működik, hanem gazdasági társaságként
Kezelt alapok mérete	402 millió Ft	≈ 3,3 milliárd Ft befektethető tőke
Kezelt alapok futamideje	9 év	nincsen
Kezelt alapok indítási éve	2011	A társaság 2011-ben alakult
Kezelt alapok földrajzi fókusz	elsősorban Magyarország	elsősorban Magyarország
Tulajdoni háttér	100%-ban magán	100%-ban magán
Eddig befektetett tőke összege	≈ 301,5 millió Ft	≈ 2,3 milliárd Ft
Eddig befektetett tőke összege Magyarországon	≈ 301,5 millió Ft	≈ 2,3 milliárd Ft
Preferált életciklus	pre-seed vagy seed	start-up és expanzív
Preferált szakágazat	informatika, távközlés, energetika, pénzügy	nincsen, de az ICT szektor fontosabb
Preferált vállalati méret	5 fő alatt	50 fő alatt
Átlagos ügyletméret	60 millió Ft	300-400 millió Ft
Portfólióban lévő cégek száma	4	11
Magyarországi portfóliócégek száma	4	11
Megvalósított exitek száma	0	0
Jellemző befektetési futamidő	N/A	N/A
Jellemző tulajdoni hányad	Nem többségi de irányító részesedés	Jellemzően többségi

*Forrás:* saját szerkesztés

**6. táblázat: A 2014-as kutatásban résztvevő magánhátterű kockázati-tőke-befektetők II.**

Megnevezés	Magán-befektető #3	Magán-befektető #4	Magán-befektető #5
Hivatkozási azonosító	<b>(E)</b>	<b>(F)</b>	<b>(G)</b>
Kezelt alapok száma	2	5 (Európára fókuszáló alapok) <sup>164</sup>	3
Kezelt alapok mérete	#1: 115 millió EUR (27,4 milliárd Ft) #2: 261 millió EUR (62,1 milliárd Ft) #3: 150 millió EUR (46,7 milliárd Ft)	#1: 25 millió USD (4 milliárd Ft) #2: 38 millió EUR (9 milliárd Ft) #3: 320 millió EUR (76,2 milliárd Ft) #4: 420 millió EUR (130,6 milliárd Ft) #5: 600 millió EUR (186,6 milliárd Ft) <sup>165</sup>	#1: 116 millió EUR (36,1 milliárd Ft) #2: 104,75 millió EUR (32,6 milliárd Ft) #3: 95,3 millió EUR (29,6 milliárd Ft)
Kezelt alapok futamideje	#1, #2 és #3: 10 év	N/A	#1 és #2: N/A, #3: 10 + 2 év
Kezelt alapok indítási éve	#1: 2002, #2: 2007, #3: 2010	#1: 1997, #2: 2002, #3: 2006, #4: 2010	#1: 1996, #2: 2002, #3: 2008
Kezelt alapok földrajzi fókusz	#1, #2 és #3: KKE, UA, RU, RS, HR	#1, #2, #3, #4 és #5: Európa	#1: KKE régió, #2 és #3: KKE régió, TR
Tulajdoni háttér	100%-ban magán	100%-ban magán	100%-ban magán
Eddig befektetett tőke összege	#1: 115 millió EUR (27,4 milliárd Ft) #2: 261 millió EUR (62,1 milliárd Ft) #3: 50 millió EUR (15,6 milliárd Ft)	N/A	#1: 116 millió EUR (36,1 milliárd Ft) #2: 104,75 millió EUR (32,6 milliárd Ft) #3: ≈76,24 millió EUR (23,7 milliárd Ft)
Eddig befektetett tőke összege Magyarországon	55 millió EUR (13,1 milliárd Ft)	N/A (2 magyarországi befektetés)	N/A
Preferált életciklus	expanzió, érett életszakasz	expanzió, érett életszakasz	érett életszakasz
Preferált szakágazat	termelés, könnyűipar, szolgáltatások, egészségügy, ICT, média, kereskedelem	nincsen, inkább termelő cégek	nincsen
Preferált vállalati méret	árbevétel alapján, ≈ 40 millió EUR (9,5 milliárd Ft) EBITDA alapján, 7-8 millió EUR (1,5-2 milliárd Ft)	EBITDA alapján, 3-20 millió EUR (0,9-6,2 milliárd Ft)	árbevétel alapján, 30-150 millió EUR (9,3-46,7 milliárd Ft)
Átlagos ügyletméret	#1 és #2: 15-20 millió EUR (3,6-4,8 milliárd Ft) #3: 7-25 millió EUR (2,2-7,8 milliárd Ft)	5-20 millió EUR (1,2-4,8 milliárd Ft)	10-30 millió EUR (3,1-9,3 milliárd Ft)
Portfólióban lévő cégek száma	6	22	#1: 5, #2: 6, #3: 6
Magyarországi portfóliócégek száma	0	1	N/A
Megvalósított exitok száma	9	18	N/A
Jellemző befektetési futamidő	3 év	3-6 év	3-5 év
Jellemző tulajdoni hányad	mezzanine hitel, max 20% részesedés	többségi, 50%+	Többségi

<sup>164</sup> Az alapkezelő globális lefedettséggel rendelkezik, így nemcsak Európában, hanem az Amerikai Egyesült Államokban, Ázsiában és a Csendes-óceáni térségben is keres befektetési lehetőségeket, külön ezekre a földrajzi térségekre koncentrálnál alapokon keresztül. A táblázat csak az Európában befektető alapokra vonatkozó információkat tartalmazza.

<sup>165</sup> Az interjúkészítés időpontjában az ötödik alap tőkegyűjtési szakasza még nem volt lezárva.

**7. táblázat: A 2014-as kutatásban résztvevő hibrid alapokat kezelő Jeremie kockázatitőke-befektetők I.**

Megnevezés	Jeremie befektető #1	Jeremie befektető #2	Jeremie befektető #3
Hivatkozási azonosító	<b>(H)</b>	<b>(I)</b>	<b>(J)</b>
Kezelt alapok száma	1	3	4
Kezelt alapok mérete	5 milliárd Ft	#1 és #2 össz.: 3 millió USD (881 millió Ft) #3: 6,2 milliárd Ft	#1: 33 millió NLG <sup>166</sup> (10,3 milliárd Ft) #2: 15 millió EUR (4,7 milliárd Ft) #3: 46 millió EUR (14,3 milliárd Ft) #4: 7,1 milliárd Ft
Kezelt alapok futamideje	10 év	#1: N/A, #2: N/A, #3: 10 év	#1: 10 év, #2: 10 év, #3: 10 év, #4: 10 év
Kezelt alapok indítási éve	2010	#1: 2004, #2: 2006, #3: 2010	#1: 1999, #2: 2001, #3: 2004, #4: 2010
Kezelt alapok földrajzi fókusza	HU, nem a Közép-Magyarországi régió	#1 és #2: HU, KKE régió #3: HU, nem Közép-Magyarországi régió	#1: HU, #2: HU, RO, SK #3: HU, KKE régió #4: HU, Közép-Magyarországi régió
Tulajdoni háttér	EU-állami forrásarány: 70% magánforrás arány: 30%	#1: 100%-ban magán #2: 100%-ban magán #3: EU-állami: 70%, magán: 30%	#1, #2: magán, EU-s, közvetve állami #3: 100%-ban magán #4: EU-s: 56%, más állami forrás: 44%
Eddig befektetett tőke összege	3,2-3,5 milliárd Ft	#1 és #2 össz.: 3 millió USD (881 millió Ft) #3: 4 milliárd Ft	#1: 33 millió NLG (10,3 milliárd Ft) #2: 15 millió EUR (4,7 milliárd Ft) #3: ≈ 46 millió EUR (14,3 milliárd Ft) #4: ≈ 3,6 milliárd Ft
Eddig befektetett tőke összege Magyarországon	3,2-3,5 milliárd Ft	#1 és #2 össz.: 3 millió USD (881 millió Ft) #3: 4 milliárd Ft	#1, #2 és #3: N/A #4: ≈ 3,6 milliárd Ft
Preferált életciklus	inkább start-up, esetleg expanzió	start-up és expanzió	#1, #2 és #3: start-up, expanzió, érett #4: korai szakasz, start-up
Preferált szakágazat	high-tech	IT, szoftver, biotechnológia	nincsen
Preferált vállalati méret	árbevétel maximum 1,5 milliárd Ft	#1 és #2: N/A #3: árbevétel maximum 1,5 milliárd Ft	#1, #2 és #3: N/A #4: árbevétel maximum 1,5 milliárd Ft
Átlagos ügyletméret	150-400 millió Ft, minimum 50-70 millió Ft	#1 és #2: N/A #3: 300-350 millió Ft	#1, #2 és #3: N/A #4: 300-600 millió Ft
Portfólióban lévő cégek száma	10	9	#4: 14
Magyarországi portfóliócégek száma	10	9	#4: 14
Megvalósított exitek száma	0	0	#4: 0
Jellemző befektetési futamidő	2-6 év	2-6 év	3-6 év
Jellemző tulajdoni hányad	változó, nem feltétlenül többségi	változó, nem feltétlenül többségi	változó, nem feltétlenül többségi

*Forrás: saját szerkesztés*

<sup>166</sup> A forintra történő átszámítás során 33 millió EUR-t vettem alapul és továbbra is a 2016. december 30-án érvényes EUR/HUF MNB középárfolyammal kalkuláltam.



## 8. táblázat: A 2014-as kutatásban résztvevő hibrid alapokat kezelő Jeremie kockázati tőke-befektetők II.

Megnevezés	Jeremie befektető #4	Jeremie befektető #5	Jeremie befektető #6
Hivatkozási azonosító	<b>(K)</b>	<b>(L)</b>	<b>(M)</b>
Kezelt alapok száma	2	2	3
Kezelt alapok mérete	#1: 2,15 milliárd Ft #2: 6,43 milliárd Ft	#1: 2,143 milliárd Ft #2: 6,429 milliárd Ft	#1: 20 milliárd EUR (6,2 milliárd Ft) #2: 5 milliárd Ft #3: 2,15 milliárd Ft
Kezelt alapok futamideje	#1 és #2: 10 év	#1 és #2: 10 év	#1: N/A, #2 és #3: 10 év
Kezelt alapok indítási éve	#1 és #2: 2013	#1 és #2: 2013	#1: 2007, #2: 2010, #3: 2013
Kezelt alapok földrajzi fókusz	#1 és #2: HU, nem a Közép-Magyarországi régió	#1 és #2: HU, nem a Közép-Magyarországi régió	#1: HU #1 és #2: HU, nem a KM régió
Tulajdoni háttér	#1 és #2: EU-állami forrásarány: 70% magánforrás arány: 30%	#1 és #2: EU-állami forrásarány: 70% magánforrás arány: 30%	#1: 100%-ban magán #2 és #3: EU-állami forrásarány: 70% magánforrás arány: 30%
Eddig befektetett tőke összege	#1: 247 millió Ft #2: 650 millió Ft	#1: 135 millió Ft #2: 830 millió Ft	#1: N/A #2: 3 milliárd Ft #3: 1,5 milliárd Ft
Eddig befektetett tőke összege Magyarországon	#1: 247 millió Ft #2: 650 millió Ft	#1: 135 millió Ft #2: 830 millió Ft	#1: N/A #2: 3 milliárd Ft #3: 1,5 milliárd Ft
Preferált életciklus	#1: magvető #2: expanzió	#1: magvető #2: expanzió	#1: reorganizációra szoruló #2: start-up és expanzió #3: magvető
Preferált szakágazat	IT, egészségügy, biotechnológia, energetika, élelmiszer, egyéb szolg.	ICT, élettudomány, energetika, biotechnológia	e-commerce, mobil, távközlés, energetika, élelmiszer, gépészet
Preferált vállalati méret	#1: árbevétel maximum 200 millió Ft #2: árbevétel maximum 5 milliárd Ft	#1: árbevétel maximum 200 millió Ft #2: árbevétel maximum 5 milliárd Ft	#1: N/A #2: árbevétel maximum 1,5 milliárd Ft #3: árbevétel maximum 200 millió Ft
Átlagos ügyletméret	#1: 45 millió Ft #2: 230 millió Ft	#1: 45 millió Ft #2: 300-700 millió Ft	#1: 0,22-2 millió USD (65-590 millió Ft) #2: minimum 50 millió Ft #3: minimum 15 millió Ft
Portfólióban lévő cégek száma	#1: 3, #2: 2	#1: 3, #2: 2	#1: N/A, #2: 7, #3: 5
Magyarországi portfóliócégek száma	#1: 3, #2: 2	#1: 3, #2: 2	#1: N/A, #2: 7, #3: 5
Megvalósított exitek száma	0	0	#1: N/A, #2 és #3: 0
Jellemző befektetési futamidő	3-9 év	2-6 év	3-6 év
Jellemző tulajdoni hányad	minimum 25%+1, de inkább 50%+1	minimum 25%+1, de nem többségi	változó, nem feltétlenül többségi

*Forrás: saját szerkesztés*

## 5. számú melléklet: A 2014-es Likert-skálás kérdőíves felmérés átlagos skálaértékei

### 1. táblázat: A beérkezett projektek értékeléséhez használt kritériumok/szempontok

Változó száma	A projektértékelési kritérium megnevezése	Átlag	Relatív szórás
V1	A projekt mérete	3,62	24,06%
V2	A projekt ágazati hovatartozása	3,00	27,22%
V3	A projekt földrajzi elhelyezkedése	3,15	28,50%
V4	A benyújtott üzleti terv tartalma komplett, megfelel a követelményeknek	3,92	28,43%
V5	A projekt mögött többtagú menedzsment-csapat áll	4,62	16,64%
V6	A menedzsment-csapat tagjai a főbb funkcionális területeket lefedik	4,31	14,63%
V7	A menedzsment több éves tapasztalattal rendelkezik a megcélzott piacon	4,23	19,67%
V8	A projekt vezetőjének van vállalkozói tapasztalata	4,00	17,68%
V9	A projekt vezetője elkötelezett, hozzáállása pozitív	4,92	5,63%
V10	A célpiac jelentős növekedési potenciállal rendelkezik	4,46	19,66%
V11	A termék/szolgáltatás egy még nem felfedezett piaci szükségletet elégítene ki	3,46	22,43%
V12	A termék/szolgáltatás egy már létező piac szűkebb szegmensét szolgálja ki	3,54	21,94%
V13	A célpiaccal kapcsolatban az alapkezelő releváns tapasztalatokkal rendelkezik	3,31	31,19%
V14	A célpiacon a verseny intenzitása alacsony	2,92	25,98%
V15	A termék/szolgáltatás piaci bevezetése előtt kevés az adminisztratív/egyéb akadály	3,15	31,30%
V16	Szabadalmi védetség alá vonható vagy már az alatt áll	3,31	28,64%
V17	Piaci fogadtatása már bizonyítottan pozitív	4,31	11,15%
V18	A külföldi piacokra való bevezetés az elkövetkező 3 évben megvalósítható	4,23	17,14%
V19	Egyedi, csúcstechnológiát képvisel	3,62	33,00%
V20	Prototípus már rendelkezésre áll	3,69	32,02%
V21	Kidolgozott üzleti stratégiával rendelkezik	4,00	25,00%
V22	Múltbeli cash flow-ja stabil	3,54	31,84%
V23	Eladósodottsága alacsony	3,15	42,63%
V24	Tevékenysége nem egyetlen termékre/szolgáltatásra korlátozódik	3,31	28,64%
V25	Fenntartható kompetitív előnnyel rendelkezik	4,54	14,55%
V26	A projekt hasonlít az alapkezelő által korábban megvalósított sikeres tranzakciókhoz	2,54	34,55%
V27	A kiszállás 3-5 éven belül várhatóan megvalósítható	4,31	21,99%
V28	A várható exit módja már a beszálláskor előre jelezhető	4,46	11,63%
V29	A projektben az átlagosnál magasabb hozampotenciál rejlik	4,46	17,40%

*Megjegyzés:* a kutatásban résztvevő befektetők csoportosítása sem tulajdonosi háttérük, sem a finanszírozásnál preferált vállalati életciklusuk alapján nem történt meg.

*Forrás:* saját kutatás

**2. táblázat: A részletes átvilágítás tevékenységei**

Változó száma	A részletes átvilágítás egyes tevékenységeinek megnevezése	Átlag	Relatív szórás
V30	Rendszeres személyes találkozók a menedzsmenttel.	4,62	14,09%
V31	Referenciák gyűjtése a menedzsmenttől, korábbi munkáltatók felkeresése.	4,08	23,40%
V32	Független ügyvédi iroda szolgáltatásainak igénybevétele.	4,46	26,86%
V33	Független könyvvizsgáló bevonása.	4,15	30,84%
V34	Külső szakértők felkérése piaci elemzések készítésére.	3,38	30,84%
V35	Egy másik kockázattitőke-befektető véleményének kikérése.	2,08	36,57%
V36	Más befektetők felkeresése a finanszírozáshoz (szindikálás).	2,31	44,70%
V37	Az elérhető vagy már meglévő vevők, szállítók, partnerek felkeresése.	3,23	36,08%
V38	Együttműködési lehetőségek keresése a már portfólióban lévő projektekkel.	3,54	35,78%
V39	Annak felmérése, hogy az új befektetés hogyan befolyásolná a meglévő befektetői portfólió kockázatát.	3,08	36,24%
V40	Saját feltételezéseken alapuló pénzügyi előrejelzés készítése.	4,00	28,87%
V41	Saját piaci értékelés készítése.	3,62	33,00%
V42	A külföldi piacokra való belépés időzítésének feltérképezése.	3,54	24,79%
V43	A potenciális kiszállási útvonalak azonosítása és vizsgálata.	3,92	16,33%
V44	A szabadalmi védettség vagy a védettség megszerzhetőségének ellenőrzése.	3,92	32,01%
V45	Az eredetileg igényelt befektetési összeg felülvizsgálata, illetve módosítása.	3,85	23,37%
V46	Projektvizsgálati díj felszámítása.	1,38	46,98%

*Forrás:* saját kutatás

**3. táblázat: A projektek értékeléséhez használt módszerek**

Változó száma	A projektek értékeléséhez használt módszer megnevezése	Átlag	Relatív szórás
V47	Diszkontált cash flow alapú értékelési modellek	4,00	28,87%
V48	Osztalékáram-alapú értékelés	2,15	45,83%
V49	Az eszközök könyv szerinti értékén alapuló értékelés	1,85	48,68%
V50	Az eszközök pótlási költségén alapuló értékelés	1,38	36,57%
V51	Jövőbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	4,38	25,56%
V52	Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	3,46	36,57%
V53	Árfolyam/nyereség (P/E) rátán alapuló szorzószámú értékelés	1,85	65,77%
V54	Egy közelmúltbeli, hasonló tranzakció során alkalmazott érték felhasználása	3,31	31,19%

*Forrás:* saját kutatás

**4. táblázat: A projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők**

Változó száma	A projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők megnevezése	Átlag	Relatív szórás
V55	Aktuális makrogazdasági állapot, gazdasági feltételek	3,15	25,39%
V56	Aktuális banki referenciakamatok szintje (pl.: BUBOR, EURIBOR)	2,69	46,45%
V57	Előre megállapított hozamfelár	3,08	46,84%
V58	A befektetés várható futamideje	3,92	21,98%
V59	A megszerezhető tulajdoni részesedés	3,15	36,26%
V60	A befektetési ügylet mérete	3,08	33,73%
V61	A projekt életszakasza	3,85	27,77%
V62	A kockázattőke-ágazatra jellemző átlagos megtérülési ráta (nemzetközi)	3,69	27,94%
V63	A ráfordított idő és munka mennyisége és egyéb költségek	2,31	57,01%
V64	A projekt szakágazati hovatartozása	4,00	17,68%
V65	A tervezett exit módja	3,46	34,62%

*Forrás:* saját kutatás

**5. táblázat: Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások**

Változó száma	Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások	Átlag	Relatív szórás
V66	Tagi kölcsön nyújtása.	3,31	37,81%
V67	Bankhitel bevonása.	2,62	50,67%
V68	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott üzletrész vásárlásával.	4,15	21,64%
V69	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott átváltható részvény vásárlásával.	3,31	37,81%
V70	Előre meghatározott befektetési futamidő előírása.	3,15	48,17%
V71	Előre meghatározott hozamkövetelmény előírása.	3,46	40,19%
V72	Életbiztosítás előírása a projekt kulcsembereinek.	1,92	53,96%
V73	Fedezetek kérése (zálogjog, kezesség, stb.).	2,00	64,55%
V74	A befektetési összeg csepegtetése mérföldkövek teljesítéséhez kötve.	3,85	36,53%
V75	Többségi (50%+1 vagy több) tulajdonosi részesedés előírása.	2,85	45,01%
V76	Képviselési jog előírása igazgatóságban, illetve vezető testületekben.	4,54	24,82%
V77	Rendszeres jelentési kötelezettség előírása.	5,00	0,00%
V78	Az alapítók részesedésének fokozatos visszajuttatása adott idő alatt (vesting).	2,77	51,40%
V79	Az alapítói részesedés csökkentése, ha az alapító idő előtt távozik (reverse vesting).	2,38	55,58%
V80	Egyszeres megtérülési preferencia előírása (liquidation preference).	3,08	46,84%
V81	Többszörös megtérülési preferencia előírása.	2,08	53,69%
V82	Időben változó mértékű megtérülési preferencia előírása.	1,92	57,99%
V83	Elővásárlási jog kikötése új vagy meglévő üzletrész/részvény értékesítésekor.	4,15	23,76%
V84	Ratchet-based antidilution provision előírása.	3,15	44,55%
V85	Weighted average antidilution provision előírása.	2,15	45,83%
V86	Vétójog: felvásárlás, jelentősebb mértékű eszközzeladás vagy hitelfelvétel esetére.	4,85	7,75%
V87	Tag-along és drag-along jogok előírása.	4,77	17,45%
V88	Nem megfelelő teljesítmény esetén a befektető kikényszerítheti részesedésének visszavásárlását az alapítók által.	2,00	45,64%
V89	Az eredeti tulajdonosok általi visszavásárlás előírása exitként.	1,92	57,99%
V90	Az exit időpontjának meghatározása.	2,00	57,74%

*Forrás:* saját kutatás

## 6. számú melléklet: A Likert-skálás kérdőíves felmérés átlagos skálaértékei a befektetők tulajdonosi háttere szerint

### 1. táblázat: A beérkezett projektek értékeléséhez használt kritériumok/szempontok\*

Változó száma	A projektértékelési kritérium megnevezése	JE	PR	ST
V1	A projekt mérete	3,83	3,60	3,00
V2	A projekt ágazati hovatartozása	3,17	2,80	3,00
V3	A projekt földrajzi elhelyezkedése	3,67	3,00	2,00
V4	A benyújtott üzleti terv tartalma komplett, megfelel a követelményeknek	3,67	4,00	4,50
V5	A projekt mögött többtagú menedzsment-csapat áll	4,67	4,60	4,50
V6	A menedzsment-csapat tagjai a főbb funkcionális területeket lefedik	4,67	3,80	4,50
V7	A menedzsment több éves tapasztalattal rendelkezik a megcélzott piacon	4,33	4,20	4,00
V8	A projekt vezetőjének van vállalkozói tapasztalata	4,33	3,60	4,00
V9	A projekt vezetője elkötelezett, hozzáállása pozitív	5,00	5,00	4,50
V10	A célpiac jelentős növekedési potenciállal rendelkezik	4,17	4,80	4,50
V11	A termék/szolgáltatás egy még nem felfedezett piaci szükségletet elégítene ki	3,83	3,00	3,50
V12	A termék/szolgáltatás egy már létező piac szűkebb szegmensét szolgálja ki	3,50	3,80	3,00
V13	A célpiaccal kapcsolatban az alapkezelő releváns tapasztalatokkal rendelkezik	3,00	3,40	4,00
V14	A célpiacon a verseny intenzitása alacsony	3,17	2,80	2,50
V15	A termék/szolgáltatás piaci bevezetése előtt kevés az adminisztratív/egyéb akadály	3,50	3,00	2,50
V16	Szabadalmi védelem alá vonható vagy már az alatt áll	3,67	3,00	3,00
V17	Piaci fogadtatása már bizonyítottan pozitív	4,50	4,20	4,00
V18	A külföldi piacokra való bevezetés az elkövetkező 3 évben megvalósítható	4,33	4,20	4,00
V19	Egyedi, csúcstechnológiát képvisel	3,83	3,40	3,50
V20	Prototípus már rendelkezésre áll	4,00	3,00	4,50
V21	Kidolgozott üzleti stratégiával rendelkezik	4,33	3,40	4,50
V22	Múltbeli cash flow-ja stabil	3,67	3,60	3,00
V23	Eladósodottsága alacsony	2,83	3,40	3,50
V24	Tevékenysége nem egyetlen termékre/szolgáltatásra korlátozódik	3,00	3,60	3,50
V25	Fenntartható kompetitív előnnyel rendelkezik	4,67	4,60	4,00
V26	A projekt hasonlít az alapkezelő által korábban megvalósított sikeres tranzakciókhoz	2,33	2,60	3,00
V27	A kiszállás 3-5 éven belül várhatóan megvalósítható	4,00	4,60	4,50
V28	A várható exit módja már a beszálláskor előre jelezhető	4,50	4,40	4,50
V29	A projektben az átlagnál magasabb hozampotenciál rejlik	4,67	4,60	3,50

\*A „JE” oszlop a hibrid tőkealapokat kezelő befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja, a „PR” oszlop a magánhátterű forrásokat kihelyező befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja, az „ST” oszlop pedig az állami eredetű forrásokat kihelyező befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja

*Forrás:* saját kutatás

**2. táblázat: A részletes átvilágítás tevékenységei\***

Változó száma	A részletes átvilágítás egyes tevékenységeinek megnevezése	JE	PR	ST
V30	Rendszeres személyes találkozók a menedzsmenttel.	4,83	4,60	4,00
V31	Referenciák gyűjtése a menedzsmenttől, korábbi munkáltatók felkeresése.	3,67	4,40	4,50
V32	Független ügyvédi iroda szolgáltatásainak igénybevétele.	4,50	4,20	5,00
V33	Független könyvvizsgáló bevonása.	4,17	4,20	4,00
V34	Külső szakértők felkérése piaci elemzések készítésére.	2,83	3,60	4,50
V35	Egy másik kockázati tőke-befektető véleményének kikérése.	2,00	2,20	2,00
V36	Más befektetők felkeresése a finanszírozáshoz (szindikálás).	2,50	2,20	2,00
V37	Az elérhető vagy már meglévő vevők, szállítók, partnerek felkeresése.	3,00	4,00	2,00
V38	Együttműködési lehetőségek keresése a már portfólióban lévő projektekkel.	4,33	3,00	2,50
V39	Annak felmérése, hogy az új befektetés hogyan befolyásolná a meglévő befektetői portfólió kockázatát.	3,17	2,80	3,50
V40	Saját feltételezéseken alapuló pénzügyi előrejelzés készítése.	3,83	3,80	5,00
V41	Saját piaci értékelés készítése.	3,33	3,60	4,50
V42	A külföldi piacokra való belépés időzítésének feltérképezése.	3,83	3,60	2,50
V43	A potenciális kiszállási útvonalak azonosítása és vizsgálata.	4,00	4,00	3,50
V44	A szabadalmi védettség vagy a védettség megszerezhetőségének ellenőrzése.	4,50	3,00	4,50
V45	Az eredetileg igényelt befektetési összeg felülvizsgálata, illetve módosítása.	3,83	3,80	4,00
V46	Projektvizsgálati díj felszámítása.	1,17	1,40	2,00

\*A „JE” oszlop a hibrid tőkealapokat kezelő befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja, a „PR” oszlop a magánhatterű forrásokat kihelyező befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja, az „ST” oszlop pedig az állami eredetű forrásokat kihelyező befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja

*Forrás:* saját kutatás

**3. táblázat: A projektek értékeléséhez használt módszerek\***

Változó száma	A projektek értékeléséhez használt módszer megnevezése	JE	PR	ST
V47	Diszkontált cash flow alapú értékelési modellek	3,83	3,80	5,00
V48	Osztalékáram-alapú értékelés	2,17	2,20	2,00
V49	Az eszközök könyv szerinti értékén alapuló értékelés	1,83	1,60	2,50
V50	Az eszközök pótlási költségén alapuló értékelés	1,17	1,40	2,00
V51	Jövőbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	4,17	4,60	4,50
V52	Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	3,00	3,60	4,50
V53	Árfolyam/nyereség (P/E) rátán alapuló szorzószámú értékelés	1,33	2,00	3,00
V54	Egy közelmúltbeli, hasonló tranzakció során alkalmazott érték felhasználása	3,17	3,80	2,50

\*A „JE” oszlop a hibrid tőkealapokat kezelő befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja, a „PR” oszlop a magánhatterű forrásokat kihelyező befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja, az „ST” oszlop pedig az állami eredetű forrásokat kihelyező befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja

*Forrás:* saját kutatás

**4. táblázat: A projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők\***

Változó száma	A projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők megnevezése	JE	PR	ST
V55	Aktuális makrogazdasági állapot, gazdasági feltételek	2,83	3,20	4,00
V56	Aktuális banki referenciakamatok szintje (pl.: BUBOR, EURIBOR)	3,00	2,00	3,50
V57	Előre megállapított hozamfelár	3,33	2,20	4,50
V58	A befektetés várható futamideje	4,00	3,80	4,00
V59	A megszerezhető tulajdoni részesedés	3,17	3,20	3,00
V60	A befektetési ügylet mérete	2,50	3,80	3,00
V61	A projekt életszakasza	4,00	3,80	3,50
V62	A kockázattőke-ágazatra jellemző átlagos megtérülési ráta (nemzetközi)	3,83	3,60	3,50
V63	A ráfordított idő és munka mennyisége és egyéb költségek	1,67	2,60	3,50
V64	A projekt szakágazati hovatartozása	4,33	3,60	4,00
V65	A tervezett exit módja	2,83	4,00	4,00

\*A „JE” oszlop a hibrid tőkealapokat kezelő befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja, a „PR” oszlop a magánhátterű forrásokat kihelyező befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja, az „ST” oszlop pedig az állami eredetű forrásokat kihelyező befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja

*Forrás: saját kutatás*

**5. táblázat: Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások\***

Változó száma	Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások	JE	PR	ST
V66	Tagi kölcsön nyújtása.	3,83	2,80	3,00
V67	Bankhitel bevonása.	2,17	3,20	2,50
V68	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott üzlet rész vásárlásával.	4,50	3,80	4,00
V69	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott átváltható részvény vásárlásával.	3,33	3,40	3,00
V70	Előre meghatározott befektetési futamidő előírása.	3,67	2,00	4,50
V71	Előre meghatározott hozamkövetelmény előírása.	3,00	3,60	4,50
V72	Életbiztosítás előírása a projekt kulcsembereinek.	1,50	2,00	3,00
V73	Fedezetek kérése (zálogjog, kezesség, stb.).	1,67	2,60	1,50
V74	A befektetési összeg csepegtetése mérföldkövek teljesítéséhez kötve.	4,83	2,80	3,50
V75	Többségi (50%+1 vagy több) tulajdonosi részesedés előírása.	3,17	3,20	1,00
V76	Képviselési jog előírása igazgatóságban, illetve vezető testületekben.	4,83	4,80	3,00
V77	Rendszeres jelentési kötelezettség előírása.	5,00	5,00	5,00
V78	Az alapítók részesedésének fokozatos visszajuttatása adott idő alatt (vesting).	2,83	2,60	3,00
V79	Az alapítói részesedés csökkentése, ha az alapító idő előtt távozik (reverse vesting).	2,17	2,00	4,00
V80	Egyszeres megtérülési preferencia előírása (liquidation preference).	3,00	3,60	2,00
V81	Többszörös megtérülési preferencia előírása.	1,50	2,20	3,50
V82	Időben változó mértékű megtérülési preferencia előírása.	2,33	1,80	1,00
V83	Elővásárlási jog kikötése új vagy meglévő üzlet rész/részvény értékesítésekor.	3,83	4,20	5,00
V84	Ratchet-based antidilution provision előírása.	3,33	3,00	3,00
V85	Weighted average antidilution provision előírása.	1,83	2,20	3,00
V86	Vétójog: felvásárlás, jelentősebb mértékű eszköz eladás vagy hitelfelvétel esetére.	4,67	5,00	5,00
V87	Tag-along és drag-along jogok előírása.	5,00	4,40	5,00
V88	Nem megfelelő teljesítmény esetén a befektető kikényszerítheti részesedésének visszavásárlását az alapítók által.	1,83	1,80	3,00
V89	Az eredeti tulajdonosok általi visszavásárlás előírása exitként.	1,83	1,20	4,00
V90	Az exit időpontjának meghatározása.	1,67	1,60	4,00

\*A „JE” oszlop a hibrid tőkealapokat kezelő befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja, a „PR” oszlop a magánhátterű forrásokat kihelyező befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja, az „ST” oszlop pedig az állami eredetű forrásokat kihelyező befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja

*Forrás: saját kutatás*

**6. táblázat: Az állami hátterű befektetők (ST) első tíz legfontosabb projektértékelési kritériuma a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	A projektértékelési kritérium megnevezése	ST
1.	V4	A benyújtott üzleti terv tartalma komplett, megfelel a követelményeknek	4,50
2.	V5	A projekt mögött többtagú menedzsment-csapat áll	4,50
3.	V6	A menedzsment-csapat tagjai a főbb funkcionális területeket lefedik	4,50
4.	V9	A projekt vezetője elkötelezett, hozzáállása pozitív	4,50
5.	V10	A célpiac jelentős növekedési potenciállal rendelkezik	4,50
6.	V20	Prototípus már rendelkezésre áll	4,50
7.	V21	Kidolgozott üzleti stratégiával rendelkezik	4,50
8.	V27	A kiszállás 3-5 éven belül várhatóan megvalósítható	4,50
9.	V28	A várható exit módja már a beszálláskor előre jelezhető	4,50
10.	V7	A menedzsment több éves tapasztalattal rendelkezik a megcélzott piacon	4,00

*Forrás: saját kutatás*



**7. táblázat: A hibrid tőkealapokat kezelő befektetők (JE) első tíz legfontosabb projektértékelési kritériuma a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	A projektértékelési kritérium megnevezése	JE
1.	V9	A projekt vezetője elkötelezett, hozzáállása pozitív	5,00
2.	V5	A projekt mögött többtagú menedzsment-csapat áll	4,67
3.	V6	A menedzsment-csapat tagjai a főbb funkcionális területeket lefedik	4,67
4.	V25	Fenntartható kompetitív előnnyel rendelkezik	4,67
5.	V29	A projektben az átlagnál magasabb hozampotenciál rejlik	4,67
6.	V17	Piaci fogadtatása már bizonyítottan pozitív	4,50
7.	V28	A várható exit módja már a beszálláskor előre jelezhető	4,50
8.	V7	A menedzsment több éves tapasztalattal rendelkezik a megcélzott piacon	4,33
9.	V8	A projekt vezetőjének van vállalkozói tapasztalata	4,33
10.	V18	A külföldi piacokra való bevezetés az elkövetkező 3 évben megvalósítható	4,33

*Forrás: saját kutatás*

**8. táblázat: A magáneredetű forrásokat kihelyező befektetők (PR) első tíz legfontosabb projektértékelési kritériuma a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	A projektértékelési kritérium megnevezése	PR
1.	V9	A projekt vezetője elkötelezett, hozzáállása pozitív	5,00
2.	V10	A célpiac jelentős növekedési potenciállal rendelkezik	4,80
3.	V5	A projekt mögött többtagú menedzsment-csapat áll	4,60
4.	V25	Fenntartható kompetitív előnnyel rendelkezik	4,60
5.	V27	A kiszállás 3-5 éven belül várhatóan megvalósítható	4,60
6.	V29	A projektben az átlagnál magasabb hozampotenciál rejlik	4,60
7.	V28	A várható exit módja már a beszálláskor előre jelezhető	4,40
8.	V7	A menedzsment több éves tapasztalattal rendelkezik a megcélzott piacon	4,20
9.	V17	Piaci fogadtatása már bizonyítottan pozitív	4,20
10.	V18	A külföldi piacokra való bevezetés az elkövetkező 3 évben megvalósítható	4,20

*Forrás: saját kutatás*

**9. táblázat: Az állami háttérű befektetők (ST) első tíz legfontosabb tevékenysége a részletes átvilágítás során a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	A részletes átvilágítás egyes tevékenységeinek megnevezése	ST
1.	V32	Független ügyvédi iroda szolgáltatásainak igénybevétele.	5,00
2.	V40	Saját feltételezéseken alapuló pénzügyi előrejelzés készítése.	5,00
3.	V31	Referenciák gyűjtése a menedzsmenttől, korábbi munkáltatók felkeresése.	4,50
4.	V34	Külső szakértők felkérése piaci elemzések készítésére.	4,50
5.	V41	Saját piaci értékelés készítése.	4,50
6.	V44	A szabadalmi védettség vagy a védettség megszerezhetőségének ellenőrzése.	4,50
7.	V30	Rendszeres személyes találkozók a menedzsmenttel.	4,00
8.	V33	Független könyvvizsgáló bevonása.	4,00
9.	V45	Az eredetileg igényelt befektetési összeg felülvizsgálata, illetve módosítása.	4,00
10.	V39	Annak felmérése, hogy az új befektetés hogyan befolyásolná a meglévő befektetői portfólió kockázatát.	3,50

*Forrás: saját kutatás*

**10. táblázat: A hibrid tőkealapokat kezelő befektetők (JE) első tíz legfontosabb tevékenysége a részletes átvilágítás során a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	A részletes átvilágítás egyes tevékenységeinek megnevezése	JE
1.	V30	Rendszeres személyes találkozók a menedzsmenttel.	4,83
2.	V32	Független ügyvédi iroda szolgáltatásainak igénybevétele.	4,50
3.	V44	A szabadalmi védettség vagy a védettség megszerezhetőségének ellenőrzése.	4,50
4.	V38	Együttműködési lehetőségek keresése a már portfólióban lévő projektekkel.	4,33
5.	V33	Független könyvvizsgáló bevonása.	4,17
6.	V43	A potenciális kiszállási útvonalak azonosítása és vizsgálata.	4,00
7.	V40	Saját feltételezéseken alapuló pénzügyi előrejelzés készítése.	3,83
8.	V42	A külföldi piacokra való belépés időzítésének feltérképezése.	3,83
9.	V45	Az eredetileg igényelt befektetési összeg felülvizsgálata, illetve módosítása.	3,83
10.	V31	Referenciák gyűjtése a menedzsmenttől, korábbi munkáltatók felkeresése.	3,67

*Forrás:* saját kutatás

**11. táblázat: A magáneredetű forrásokat kihelyező befektetők (PR) első tíz legfontosabb tevékenysége a részletes átvilágítás során a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	A részletes átvilágítás egyes tevékenységeinek megnevezése	PR
1.	V30	Rendszeres személyes találkozók a menedzsmenttel.	4,60
2.	V31	Referenciák gyűjtése a menedzsmenttől, korábbi munkáltatók felkeresése.	4,40
3.	V32	Független ügyvédi iroda szolgáltatásainak igénybevétele.	4,20
4.	V33	Független könyvvizsgáló bevonása.	4,20
5.	V37	Az elérhető vagy már meglévő vevők, szállítók, partnerek felkeresése.	4,00
6.	V43	A potenciális kiszállási útvonalak azonosítása és vizsgálata.	4,00
7.	V40	Saját feltételezéseken alapuló pénzügyi előrejelzés készítése.	3,80
8.	V45	Az eredetileg igényelt befektetési összeg felülvizsgálata, illetve módosítása.	3,80
9.	V34	Külső szakértők felkérése piaci elemzések készítésére.	3,60
10.	V41	Saját piaci értékelés készítése.	3,60

*Forrás:* saját kutatás

**12. táblázat: Az állami háttérű befektetők (ST) leggyakrabban használt projektértékelési módszerei a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	A projektek értékeléséhez használt módszer megnevezése	ST
1.	V47	Diszkontált cash flow alapú értékelési modellek	5,00
2.	V51	Jövőbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	4,50
3.	V52	Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	4,50
4.	V53	Árfolyam/nyereség (P/E) rátán alapuló szorzószámú értékelés	3,00

*Forrás:* saját kutatás

**13. táblázat: A megtérülési rátát befolyásoló legfontosabb tényezők az állami háttérű befektetők (ST) szerint, a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	A projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők megnevezése	ST
1.	V57	Előre megállapított hozamfelár	4,50
2.	V55	Aktuális makrogazdasági állapot, gazdasági feltételek	4,00
3.	V58	A befektetés várható futamideje	4,00
4.	V64	A projekt szakágazati hovatartozása	4,00
5.	V65	A tervezett exit módja	4,00

*Forrás:* saját kutatás

**14. táblázat: A hibrid tőkealapokat kezelő befektetők (JE) leggyakrabban használt projektértékelési módszerei a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	A projektek értékeléséhez használt módszer megnevezése	JE
1.	V51	Jövőbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	4,17
2.	V47	Diszkontált cash flow alapú értékelési modellek	3,83
3.	V54	Egy közelmúltbeli, hasonló tranzakció során alkalmazott érték felhasználása	3,17
4.	V52	Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	3,00

*Forrás:* saját kutatás

**15. táblázat: A megtérülési rátát befolyásoló legfontosabb tényezők a hibrid tőkealapokat kezelő befektetők (JE) szerint, a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	A projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők megnevezése	JE
1.	V64	A projekt szakágazati hovatartozása	4,33
2.	V58	A befektetés várható futamideje	4,00
3.	V61	A projekt életszakasza	4,00
4.	V62	A kockázattőke-ágazatra jellemző átlagos megtérülési ráta (nemzetközi)	3,83
5.	V57	Előre megállapított hozamfelár	3,33

*Forrás:* saját kutatás

**16. táblázat: A magáneredetű forrásokat kihelyező befektetők (PR) leggyakrabban használt projektértékelési módszerei a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	A projektek értékeléséhez használt módszer megnevezése	PR
1.	V51	Jövőbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	4,60
2.	V47	Diszkontált cash flow alapú értékelési modellek	3,80
3.	V54	Egy közelmúltbeli, hasonló tranzakció során alkalmazott érték felhasználása	3,80
4.	V52	Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	3,60

*Forrás:* saját kutatás

**17. táblázat: A megtérülési rátát befolyásoló legfontosabb tényezők a magáneredetű forrásokat kihelyező befektetők (PR) szerint, a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	A projektől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők megnevezése	PR
1.	V65	A tervezett exit módja	4,00
2.	V58	A befektetés várható futamideje	3,80
3.	V60	A befektetési ügylet mérete	3,80
4.	V61	A projekt életszakasza	3,80
5.	V62	A kockázati öke-ágazatra jellemző átlagos megtérülési ráta (nemzetközi)	3,60
6.	V64	A projekt szakágazati hovatartozása	3,60

*Forrás:* saját kutatás

**18. táblázat: Az állami háttérű befektetők (ST) legfontosabb ügyletstrukturálással kapcsolatos tényezői a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások	ST
1.	V77	Rendszeres jelentési kötelezettség előírása.	5,00
2.	V83	Elővásárlási jog kikötése új vagy meglévő üzletrész/részvény értékesítésekor.	5,00
3.	V86	Vétójog: felvásárlás, jelentősebb mértékű eszközzeladás vagy hitelfelvétel esetére.	5,00
4.	V87	Tag-along és drag-along jogok előírása.	5,00
5.	V70	Előre meghatározott befektetési futamidő előírása.	4,50
6.	V71	Előre meghatározott hozamkövetelmény előírása.	4,50
7.	V68	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott üzletrész vásárlásával.	4,00
8.	V79	Az alapítói részesedés csökkentése, ha az alapító idő előtt távozik (reverse vesting).	4,00
9.	V89	Az eredeti tulajdonosok általi visszavásárlás előírása exitként.	4,00
10.	V90	Az exit időpontjának meghatározása.	4,00

*Forrás:* saját kutatás

**19. táblázat: A hibrid tőkealapokat kezelő befektetők (JE) legfontosabb ügylet-strukturálással kapcsolatos tényezői a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások	JE
1.	V77	Rendszeres jelentési kötelezettség előírása.	5,00
2.	V87	Tag-along és drag-along jogok előírása.	5,00
3.	V74	A befektetési összeg csepegtetése mérföldkövek teljesítéséhez kötve.	4,83
4.	V76	Képviselési jog előírása igazgatóságban, illetve vezető testületekben.	4,83
5.	V86	Vétójog: felvásárlás, jelentősebb mértékű eszközzeladás vagy hitelfelvétel esetére.	4,67
6.	V68	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott üzletrész vásárlásával.	4,50
7.	V66	Tagi kölcsön nyújtása.	3,83
8.	V83	Elővásárlási jog kikötése új vagy meglévő üzletrész/részvény értékesítésekor.	3,83
9.	V70	Előre meghatározott befektetési futamidő előírása.	3,67

*Forrás:* saját kutatás

**20. táblázat: A magáneredetű forrásokat kihelyező befektetők (PR) legfontosabb ügylet-  
strukturálással kapcsolatos tényezői a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások	PR
1.	V77	Rendszeres jelentési kötelezettség előírása.	5,00
2.	V86	Vétójog: felvásárlás, jelentősebb mértékű eszközzeladás vagy hitelfelvétel esetére.	5,00
3.	V76	Képviselési jog előírása igazgatóságban, illetve vezető testületekben.	4,80
4.	V87	Tag-along és drag-along jogok előírása.	4,40
5.	V83	Elővásárlási jog kikötése új vagy meglévő üzletrész/részvény értékesítésekor.	4,20
6.	V68	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott üzletrész vásárlásával.	3,80
7.	V71	Előre meghatározott hozamkövetelmény előírása.	3,60
8.	V80	Egyszeres megtérülési preferencia előírása (liquidation preference).	3,60

*Forrás: saját kutatás*

## 7. számú melléklet: A Likert-skálás kérdőíves felmérés átlagos skálaértékei a finanszírozásnál preferált vállalati életciklus szerint

Az eredményeket az alábbi három fő csoportba soroltam: magvető fázis, start-up fázis és érett vállalati életszakasz finanszírozására specializálódott tőkealapok. A start-up fázist preferáló befektetők esetében feltüntettem a preferált életciklus szerinti csoportosítás korrigált változatát is, amikor az állami háttérű befektetőket kiszűrtem a start-up befektetők almintájából és különálló csoportként kezeltem. Az állami háttérű befektetőket nem tartalmazó start-up befektetői almintát SU2-vel jelöltem.

### 1. táblázat: A beérkezett projektek értékeléséhez használt kritériumok/szempontok\*

Változó száma	A projektértékelési kritérium megnevezése	SE	SU	SU2	LS
V1	A projekt mérete	4,00	3,43	3,60	3,67
V2	A projekt ágazati hovatartozása	2,33	3,43	3,60	2,67
V3	A projekt földrajzi elhelyezkedése	4,00	2,71	3,00	3,33
V4	A benyújtott üzleti terv tartalma komplett, megfelel a követelményeknek	4,00	4,00	3,80	3,67
V5	A projekt mögött többtagú menedzsment-csapat áll	5,00	4,29	4,20	5,00
V6	A menedzsment-csapat tagjai a főbb funkcionális területeket lefedik	4,00	4,57	4,60	4,00
V7	A menedzsment több éves tapasztalattal rendelkezik a megcélzott piacon	3,67	4,29	4,40	4,67
V8	A projekt vezetőjének van vállalkozói tapasztalata	4,00	4,43	4,60	3,00
V9	A projekt vezetője elkötelezett, hozzáállása pozitív	5,00	4,86	5,00	5,00
V10	A célpiac jelentős növekedési potenciállal rendelkezik	5,00	4,14	4,00	4,67
V11	A termék/szolgáltatás egy még nem felfedezett piaci szükségletet elégítene ki	4,00	3,57	3,60	2,67
V12	A termék/szolgáltatás egy már létező piac szűkebb szegmensét szolgálja ki	3,00	3,43	3,60	4,33
V13	A célpiaccal kapcsolatban az alapkezelő releváns tapasztalatokkal rendelkezik	2,33	3,71	3,60	3,33
V14	A célpiacon a verseny intenzitása alacsony	2,67	2,86	3,00	3,33
V15	A termék/szolgáltatás piaci bevezetése előtt kevés az adminisztratív/egyéb akadály	3,67	3,14	3,40	2,67
V16	Szabadalmi védettség alá vonható vagy már az alatt áll	3,67	3,57	3,80	2,33
V17	Piaci fogadtatása már bizonyítottan pozitív	4,33	4,43	4,60	4,00
V18	A külföldi piacokra való bevezetés az elkövetkező 3 évben megvalósítható	4,00	4,43	4,60	4,00
V19	Egyedi, csúcstechnológiát képvisel	4,00	4,00	4,20	2,33
V20	Prototípus már rendelkezésre áll	3,33	4,57	4,60	2,00
V21	Kidolgozott üzleti stratégiával rendelkezik	4,00	4,14	4,00	3,67
V22	Múltbeli cash flow-ja stabil	3,33	3,14	3,20	4,67
V23	Eladósodottsága alacsony	2,33	3,29	3,20	3,67
V24	Tevékenysége nem egyetlen termékre/szolgáltatásra korlátozódik	3,33	3,29	3,20	3,33
V25	Fenntartható kompetitív előnnyel rendelkezik	4,67	4,57	4,80	4,33
V26	A projekt hasonlít az alapkezelő által korábban megvalósított sikeres tranzakciókhoz	1,67	2,71	2,60	3,00
V27	A kiszállás 3-5 éven belül várhatóan megvalósítható	3,33	4,57	4,60	4,67
V28	A várható exit módja már a beszálláskor előre jelezhető	4,67	4,43	4,40	4,33
V29	A projektben az átlagnál magasabb hozampotenciál rejlik	4,33	4,57	5,00	4,33

\*Az „SE” oszlop a magvető tőkealapokat kezelő befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja, az „SU” oszlop a start-up befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja, az „LS” oszlop pedig az érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja. Az „SU2” oszlop az állami háttérű befektetőket nem tartalmazó start-up befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja.

*Forrás: saját kutatás*

**2. táblázat: A részletes átvilágítás egyes tevékenységei\***

Változó száma	A részletes átvilágítás egyes tevékenységeinek megnevezése	SE	SU	SU2	LS
V30	Rendszeres személyes találkozók a menedzsmenttel.	5,00	4,57	4,80	4,33
V31	Referenciák gyűjtése a menedzsmenttől, korábbi munkáltatók felkeresése.	3,67	4,14	4,00	4,33
V32	Független ügyvédi iroda szolgáltatásainak igénybevétele.	4,33	4,29	4,00	5,00
V33	Független könyvvizsgáló bevonása.	4,33	3,71	3,60	5,00
V34	Külső szakértők felkérése piaci elemzések készítésére.	2,67	3,29	2,80	4,33
V35	Egy másik kockázatitőke-befektető véleményének kikérése.	2,33	1,71	1,60	2,67
V36	Más befektetők felkeresése a finanszírozáshoz (szindikálás).	3,00	1,86	1,80	2,67
V37	Az elérhető vagy már meglévő vevők, szállítók, partnerek felkeresése.	3,67	2,57	2,80	4,33
V38	Együttműködési lehetőségek keresése a már portfólióban lévő projektekkel.	4,00	3,29	3,60	3,67
V39	Annak felmérése, hogy az új befektetés hogyan befolyásolná a meglévő befektetői portfólió kockázatát.	4,00	3,00	2,80	2,33
V40	Saját feltételezéseken alapuló pénzügyi előrejelzés készítése.	4,67	4,14	3,80	3,00
V41	Saját piaci értékelés készítése.	3,33	4,14	4,00	2,67
V42	A külföldi piacokra való belépés időzítésének feltérképezése.	4,00	3,29	3,60	3,67
V43	A potenciális kiszállási útvonalak azonosítása és vizsgálata.	3,33	4,00	4,20	4,33
V44	A szabadalmi védettség vagy a védettség megszerezhetőségének ellenőrzése.	5,00	4,29	4,20	2,00
V45	Az eredetileg igényelt befektetési összeg felülvizsgálata, illetve módosítása.	4,33	4,00	4,00	3,00
V46	Projektvizsgálati díj felszámítása.	1,00	1,43	1,20	1,67

\*Az „SE” oszlop a magvető tőkealapokat kezelő befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja, az „SU” oszlop a start-up befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja, az „LS” oszlop pedig az érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja. Az „SU2” oszlop az állami háttérű befektetőket nem tartalmazó start-up befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja.

*Forrás:* saját kutatás

**3. táblázat: A projektek értékeléséhez használt módszerek\***

Változó száma	A projektek értékeléséhez használt módszer megnevezése	SE	SU	SU2	LS
V47	Diszkontált cash flow alapú értékelési modellek	5,00	3,86	3,40	3,33
V48	Osztalékáram-alapú értékelés	1,33	2,43	2,60	2,33
V49	Az eszközök könyv szerinti értékén alapuló értékelés	1,67	2,14	2,00	1,33
V50	Az eszközök pótlási költségén alapuló értékelés	1,00	1,57	1,40	1,33
V51	Jövőbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	3,67	4,57	4,60	4,67
V52	Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	1,67	4,14	4,00	3,67
V53	Árfolyam/nyereség (P/E) rátán alapuló szorzószámú értékelés	1,00	1,86	1,40	2,67
V54	Egy közelmúltbeli, hasonló tranzakció során alkalmazott érték felhasználása	3,67	3,00	3,20	3,67

\*Az „SE” oszlop a magvető tőkealapokat kezelő befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja, az „SU” oszlop a start-up befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja, az „LS” oszlop pedig az érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja. Az „SU2” oszlop az állami háttérű befektetőket nem tartalmazó start-up befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja.

*Forrás:* saját kutatás

**4. táblázat: A projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők\***

Változó száma	A projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők megnevezése	SE	SU	SU2	LS
V55	Aktuális makrogazdasági állapot, gazdasági feltételek	2,67	3,14	2,80	3,67
V56	Aktuális banki referenciakamatok szintje (pl.: BUBOR, EURIBOR)	2,33	3,00	2,80	2,33
V57	Előre megállapított hozamfelár	2,67	3,71	3,40	2,00
V58	A befektetés várható futamideje	4,67	4,00	4,00	3,00
V59	A megszerezhető tulajdoni részesedés	3,67	3,29	3,40	2,33
V60	A befektetési ügylet mérete	3,00	2,86	2,80	3,67
V61	A projekt életszakasza	3,33	4,29	4,60	3,33
V62	A kockázattitőke-ágazatra jellemző átlagos megtérülési ráta (nemzetközi)	4,00	3,86	4,00	3,00
V63	A ráfordított idő és munka mennyisége és egyéb költségek	2,33	2,14	1,60	2,67
V64	A projekt szakágazati hovatartozása	3,67	4,43	4,60	3,33
V65	A tervezett exit módja	3,00	3,57	3,40	3,67

\*Az „SE” oszlop a magvető tőkealapokat kezelő befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja, az „SU” oszlop a start-up befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja, az „LS” oszlop pedig az érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja. Az „SU2” oszlop az állami háttérű befektetőket nem tartalmazó start-up befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja.

*Forrás: saját kutatás*



**5. táblázat: Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások\***

Változó száma	Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások	SE	SU	SU2	LS
V66	Tagi kölcsön nyújtása.	3,33	3,57	3,80	2,67
V67	Bankhitel bevonása.	1,33	2,43	2,40	4,33
V68	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott üzletrész vásárlásával.	4,33	4,57	4,80	3,00
V69	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott átváltható részvény vásárlásával.	2,67	3,43	3,60	3,67
V70	Előre meghatározott befektetési futamidő előírása.	2,00	3,86	3,60	2,67
V71	Előre meghatározott hozamkövetelmény előírása.	3,00	3,71	3,40	3,33
V72	Életbiztosítás előírása a projekt kulcsbereknek.	1,33	1,86	1,40	2,67
V73	Fedezetek kérése (zálogjog, kezesség, stb.).	1,67	2,00	2,20	2,33
V74	A befektetési összeg csepegtetése mérőkövek teljesítéséhez kötve.	5,00	4,29	4,60	1,67
V75	Többségi (50%+1 vagy több) tulajdonosi részesedés előírása.	2,67	2,57	3,20	3,67
V76	Képviselési jog előírása igazgatóságban, illetve vezető testületekben.	4,67	4,43	5,00	4,67
V77	Rendszeres jelentési kötelezettség előírása.	5,00	5,00	5,00	5,00
V78	Az alapítók részesedésének fokozatos visszajuttatása adott idő alatt (vesting).	3,33	3,00	3,00	1,67
V79	Az alapítói részesedés csökkentése, ha az alapító idő előtt távozik (reverse vesting).	2,67	2,57	2,00	1,67
V80	Egyszeres megtérülési preferencia előírása (liquidation preference).	2,67	3,00	3,40	3,67
V81	Többszörös megtérülési preferencia előírása.	1,67	2,29	1,80	2,00
V82	Időben változó mértékű megtérülési preferencia előírása.	2,00	2,00	2,40	1,67
V83	Elővásárlási jog kikötése új vagy meglévő üzletrész/részvény értékesítésekor.	4,33	4,29	4,00	3,67
V84	Ratchet-based antidilution provision előírása.	2,00	3,57	3,80	3,33
V85	Weighted average antidilution provision előírása.	2,00	2,29	2,00	2,00
V86	Vétőjog: felvásárlás, jelentősebb mértékű eszközadás vagy hitelfelvétel esetére.	4,33	5,00	5,00	5,00
V87	Tag-along és drag-along jogok előírása.	5,00	5,00	5,00	4,00
V88	Nem megfelelő teljesítmény esetén a befektető kikényszerítheti részesedésének visszavásárlását az alapítók által.	2,33	1,86	1,40	2,00
V89	Az eredeti tulajdonosok általi visszavásárlás előírása exitként.	1,67	2,29	1,60	1,33
V90	Az exit időpontjának meghatározása.	1,33	2,29	1,60	2,00

\*Az „SE” oszlop a magvető tőkealapokat kezelő befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja, az „SU” oszlop a start-up befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja, az „LS” oszlop pedig az érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja. Az „SU2” oszlop az állami háttérű befektetőket nem tartalmazó start-up befektetők által adott skálaértékek számtani átlagát mutatja.

*Forrás: saját kutatás*

**6. táblázat: A magvető tőkealapokat kezelő befektetők (SE) első tíz legfontosabb projektértékelési kritériuma a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	A projektértékelési kritérium megnevezése	SE
1.	V5	A projekt mögött többtagú menedzsment-csapat áll	5,00
2.	V9	A projekt vezetője elkötelezett, hozzáállása pozitív	5,00
3.	V10	A célpiac jelentős növekedési potenciállal rendelkezik	5,00
4.	V25	Fenntartható kompetitív előnnyel rendelkezik	4,67
5.	V28	A várható exit módja már a beszálláskor előre jelezhető	4,67
6.	V17	Piaci fogadtatása már bizonyítottan pozitív	4,33
7.	V29	A projektben az átlagosnál magasabb hozampotenciál rejlik	4,33
8.	V1	A projekt mérete	4,00
9.	V3	A projekt földrajzi elhelyezkedése	4,00
10.	V4	A benyújtott üzleti terv tartalma komplett, megfelel a követelményeknek	4,00

*Forrás:* saját kutatás

**7. táblázat: A start-up befektetők (SU) első tíz legfontosabb projektértékelési kritériuma a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	A projektértékelési kritérium megnevezése	SU
1.	V9	A projekt vezetője elkötelezett, hozzáállása pozitív	4,86
2.	V6	A menedzsment-csapat tagjai a főbb funkcionális területeket lefedik	4,57
3.	V20	Prototípus már rendelkezésre áll	4,57
4.	V25	Fenntartható kompetitív előnnyel rendelkezik	4,57
5.	V27	A kiszállás 3-5 éven belül várhatóan megvalósítható	4,57
6.	V29	A projektben az átlagosnál magasabb hozampotenciál rejlik	4,57
7.	V8	A projekt vezetőjének van vállalkozói tapasztalata	4,43
8.	V17	Piaci fogadtatása már bizonyítottan pozitív	4,43
9.	V18	A külföldi piacokra való bevezetés az elkövetkező 3 évben megvalósítható	4,43
10.	V28	A várható exit módja már a beszálláskor előre jelezhető	4,43

*Forrás:* saját kutatás

**8. táblázat: Az állami háttérű befektetők nélküli start-up befektetők (SU2) első tíz legfontosabb projektértékelési kritériuma a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	A projektértékelési kritérium megnevezése	SU2
1.	V9	A projekt vezetője elkötelezett, hozzáállása pozitív	5,00
2.	V29	A projektben az átlagosnál magasabb hozampotenciál rejlik	5,00
3.	V25	Fenntartható kompetitív előnnyel rendelkezik	4,80
4.	V6	A menedzsment-csapat tagjai a főbb funkcionális területeket lefedik	4,60
5.	V8	A projekt vezetőjének van vállalkozói tapasztalata	4,60
6.	V17	Piaci fogadtatása már bizonyítottan pozitív	4,60
7.	V18	A külföldi piacokra való bevezetés az elkövetkező 3 évben megvalósítható	4,60
8.	V20	Prototípus már rendelkezésre áll	4,60
9.	V27	A kiszállás 3-5 éven belül várhatóan megvalósítható	4,60
10.	V7	A menedzsment több éves tapasztalattal rendelkezik a megcélzott piacon	4,40

*Forrás:* saját kutatás

**9. táblázat: Az érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők (LS) első tíz legfontosabb projektértékelési kritériuma a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	A projektértékelési kritérium megnevezése	LS
1.	V5	A projekt mögött többtagú menedzsment-csapat áll	5,00
2.	V9	A projekt vezetője elkötelezett, hozzáállása pozitív	5,00
3.	V7	A menedzsment több éves tapasztalattal rendelkezik a megcélzott piacon	4,67
4.	V10	A célpiac jelentős növekedési potenciállal rendelkezik	4,67
5.	V22	Múltbeli cash flow-ja stabil	4,67
6.	V27	A kiszállás 3-5 éven belül várhatóan megvalósítható	4,67
7.	V12	A termék/szolgáltatás egy már létező piac szűkebb szegmensét szolgálja ki	4,33
8.	V25	Fenntartható kompetitív előnnyel rendelkezik	4,33
9.	V28	A várható exit módja már a beszálláskor előre jelezhető	4,33
10.	V29	A projektben az átlagnál magasabb hozampotenciál rejlik	4,33

*Forrás:* saját kutatás

**10. táblázat: A magvető tőkealapokat kezelő befektetők (SE) első tíz legfontosabb tevékenysége a részletes átvilágítás során a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	A részletes átvilágítás egyes tevékenységeinek megnevezése	SE
1.	V30	Rendszeres személyes találkozók a menedzsmenttel.	5,00
2.	V44	A szabadalmi védettség vagy a védettség megszerezhetőségének ellenőrzése.	5,00
3.	V40	Saját feltételezéseken alapuló pénzügyi előrejelzés készítése.	4,67
4.	V32	Független ügyvédi iroda szolgáltatásainak igénybevétele.	4,33
5.	V33	Független könyvvizsgáló bevonása.	4,33
6.	V45	Az eredetileg igényelt befektetési összeg felülvizsgálata, illetve módosítása.	4,33
7.	V38	Együttműködési lehetőségek keresése a már portfólióban lévő projektekkel.	4,00
8.	V39	Annak felmérése, hogy az új befektetés hogyan befolyásolná a meglévő befektetői portfólió kockázatát.	4,00
9.	V42	A külföldi piacokra való belépés időzítésének feltérképezése.	4,00
10.	V31	Referenciák gyűjtése a menedzsmenttől, korábbi munkáltatók felkeresése.	3,67

*Forrás:* saját kutatás

**11. táblázat: A start-up befektetők (SU) első tíz legfontosabb tevékenysége a részletes átvilágítás során a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	A részletes átvilágítás egyes tevékenységeinek megnevezése	SU
1.	V30	Rendszeres személyes találkozók a menedzsmenttel.	4,57
2.	V32	Független ügyvédi iroda szolgáltatásainak igénybevétele.	4,29
3.	V44	A szabadalmi védettség vagy a védettség megszerezhetőségének ellenőrzése.	4,29
4.	V31	Referenciák gyűjtése a menedzsmenttől, korábbi munkáltatók felkeresése.	4,14
5.	V40	Saját feltételezéseken alapuló pénzügyi előrejelzés készítése.	4,14
6.	V41	Saját piaci értékelés készítése.	4,14
7.	V43	A potenciális kiszállási útvonalak azonosítása és vizsgálata.	4,00
8.	V45	Az eredetileg igényelt befektetési összeg felülvizsgálata, illetve módosítása.	4,00
9.	V33	Független könyvvizsgáló bevonása.	3,71
10.	V34	Külső szakértők felkérése piaci elemzések készítésére.	3,29

*Forrás:* saját kutatás

**12. táblázat: Az állami háttérű befektetők nélküli start-up befektetők (SU2) első tíz legfontosabb tevékenysége a részletes átvilágítás során a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	A részletes átvilágítás egyes tevékenységeinek megnevezése	SU2
1.	V30	Rendszeres személyes találkozók a menedzsmenttel.	4,80
2.	V43	A potenciális kiszállási útvonalak azonosítása és vizsgálata.	4,20
3.	V44	A szabadalmi védettség vagy a védettség megszerezhetőségének ellenőrzése.	4,20
4.	V31	Referenciák gyűjtése a menedzsmenttől, korábbi munkáltatók felkeresése.	4,00
5.	V32	Független ügyvédi iroda szolgáltatásainak igénybevétele.	4,00
6.	V41	Saját piaci értékelés készítése.	4,00
7.	V45	Az eredetileg igényelt befektetési összeg felülvizsgálata, illetve módosítása.	4,00
8.	V40	Saját feltételezéseken alapuló pénzügyi előrejelzés készítése.	3,80
9.	V33	Független könyvvizsgáló bevonása.	3,60
10.	V38	Együttműködési lehetőségek keresése a már portfólióban lévő projektekkel.	3,60

*Forrás:* saját kutatás

**13. táblázat: Az érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők (LS) első tíz legfontosabb tevékenysége a részletes átvilágítás során a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	A részletes átvilágítás egyes tevékenységeinek megnevezése	LS
1.	V32	Független ügyvédi iroda szolgáltatásainak igénybevétele.	5,00
2.	V33	Független könyvvizsgáló bevonása.	5,00
3.	V30	Rendszeres személyes találkozók a menedzsmenttel.	4,33
4.	V31	Referenciák gyűjtése a menedzsmenttől, korábbi munkáltatók felkeresése.	4,33
5.	V34	Külső szakértők felkérése piaci elemzések készítésére.	4,33
6.	V37	Az elérhető vagy már meglévő vevők, szállítók, partnerek felkeresése.	4,33
7.	V43	A potenciális kiszállási útvonalak azonosítása és vizsgálata.	4,33
8.	V38	Együttműködési lehetőségek keresése a már portfólióban lévő projektekkel.	3,67
9.	V42	A külföldi piacokra való belépés időzítésének feltérképezése.	3,67
10.	V40	Saját feltételezéseken alapuló pénzügyi előrejelzés készítése.	3,00

*Forrás:* saját kutatás

**14. táblázat: A magvető tőkealapokat kezelő befektetők (SE) leggyakrabban használt projektértékelési módszerei a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	A projektek értékeléséhez használt módszer megnevezése	SE
1.	V47	Diszkontált cash flow alapú értékelési modellek	5,00
2.	V51	Jövőbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	3,67
3.	V54	Egy közelmúltbeli, hasonló tranzakció során alkalmazott érték felhasználása	3,67

*Forrás:* saját kutatás

**15. táblázat: A megtérülési rátát befolyásoló legfontosabb tényezők a magvető tőkealapokat kezelő befektetők (SE) szerint, a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	A projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők megnevezése	SE
1.	V58	A befektetés várható futamideje	4,67
2.	V62	A kockázati tőke-ágazatra jellemző átlagos megtérülési ráta (nemzetközi)	4,00
3.	V59	A megszerezhető tulajdoni részesedés	3,67
4.	V64	A projekt szakágazati hovatartozása	3,67

*Forrás: saját kutatás*

**16. táblázat: A start-up befektetők (SU) leggyakrabban használt projektértékelési módszerei a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	A projektek értékeléséhez használt módszer megnevezése	SU
1.	V51	Jövőbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	4,57
2.	V52	Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	4,14
3.	V47	Diszkontált cash flow alapú értékelési modellek	3,86
4.	V54	Egy közelmúltbeli, hasonló tranzakció során alkalmazott érték felhasználása	3,00

*Forrás: saját kutatás*

**17. táblázat: A megtérülési rátát befolyásoló legfontosabb tényezők a start-up befektetők (SU) szerint, a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	A projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők megnevezése	SU
1.	V64	A projekt szakágazati hovatartozása	4,43
2.	V61	A projekt életszakasza	4,29
3.	V58	A befektetés várható futamideje	4,00
4.	V62	A kockázati tőke-ágazatra jellemző átlagos megtérülési ráta (nemzetközi)	3,86
5.	V57	Előre megállapított hozamfelár	3,71

*Forrás: saját kutatás*

**18. táblázat: Az állami háttérű befektetők nélküli start-up befektetők (SU2) leggyakrabban használt projektértékelési módszerei a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	A projektek értékeléséhez használt módszer megnevezése	SU2
1.	V51	Jövőbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	4,60
2.	V52	Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	4,00
3.	V47	Diszkontált cash flow alapú értékelési modellek	3,40
4.	V54	Egy közelmúltbeli, hasonló tranzakció során alkalmazott érték felhasználása	3,20

*Forrás: saját kutatás*

**19. táblázat: A megtérülési rátát befolyásoló legfontosabb tényezők az állami háttérű befektetők nélküli start-up befektetők (SU2) szerint, a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	A projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők megnevezése	SU2
1.	V61	A projekt életszakasza	4,60
2.	V64	A projekt szakágazati hovatartozása	4,60
3.	V58	A befektetés várható futamideje	4,00
4.	V62	A kockázati tőke-ágazatra jellemző átlagos megtérülési ráta (nemzetközi)	4,00

*Forrás: saját kutatás*

**20. táblázat: Az érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők (LS) leggyakrabban használt projektértékelési módszerei a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	A projektek értékeléséhez használt módszer megnevezése	LS
1.	V51	Jövőbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	4,67
2.	V52	Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	3,67
3.	V54	Egy közelmúltbeli, hasonló tranzakció során alkalmazott érték felhasználása	3,67
4.	V47	Diszkontált cash flow alapú értékelési modellek	3,33

*Forrás: saját kutatás*

**21. táblázat: A megtérülési rátát befolyásoló legfontosabb tényezők az érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők (LS) szerint, a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	A projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők megnevezése	LS
1.	V55	Aktuális makrogazdasági állapot, gazdasági feltételek	3,67
2.	V60	A befektetési ügylet mérete	3,67
3.	V65	A tervezett exit módja	3,67
4.	V61	A projekt életszakasza	3,33
5.	V64	A projekt szakágazati hovatartozása	3,33

*Forrás: saját kutatás*

**22. táblázat: A magvető tőkealapokat kezelő befektetők (SE) legfontosabb ügylet-strukturálással kapcsolatos tényezői a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások	SE
1.	V74	A befektetési összeg csepegtetése mérföldkövek teljesítéséhez kötve.	5,00
2.	V77	Rendszeres jelentési kötelezettség előírása.	5,00
3.	V87	Tag-along és drag-along jogok előírása.	5,00
4.	V76	Képviseleti jog előírása igazgatóságban, illetve vezető testületekben.	4,67
5.	V68	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott üzletrész vásárlásával.	4,33
6.	V83	Elővásárlási jog kikötése új vagy meglévő üzletrész/részvény értékesítésekor.	4,33
7.	V86	Vétójog: felvásárlás, jelentősebb mértékű eszközzeladás vagy hitelfelvétel esetére.	4,33

*Forrás: saját kutatás*

**23. táblázat: A start-up befektetők (SU) legfontosabb ügylet-strukturálással kapcsolatos tényezői a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások	SU
1.	V77	Rendszeres jelentési kötelezettség előírása.	5,00
2.	V86	Vétójog: felvásárlás, jelentősebb mértékű eszközzeladás vagy hitelfelvétel esetére.	5,00
3.	V87	Tag-along és drag-along jogok előírása.	5,00
4.	V68	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott üzletrész vásárlásával.	4,57
5.	V76	Képviseleti jog előírása igazgatóságban, illetve vezető testületekben.	4,43
6.	V74	A befektetési összeg csepegtetése mérföldkövek teljesítéséhez kötve.	4,29
7.	V83	Elővásárlási jog kikötése új vagy meglévő üzletrész/részvény értékesítésekor.	4,29
8.	V70	Előre meghatározott befektetési futamidő előírása.	3,86
9.	V71	Előre meghatározott hozamkövetelmény előírása.	3,71
10.	V66	Tagi kölcsön nyújtása.	3,57

*Forrás: saját kutatás*

**24. táblázat: Az állami háttérű befektetők nélküli start-up befektetők (SU2) legfontosabb ügyletstrukturálással kapcsolatos tényezői a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások	SU2
1.	V76	Képviselési jog előírása igazgatóságban, illetve vezető testületekben.	5,00
2.	V77	Rendszeres jelentési kötelezettség előírása.	5,00
3.	V86	Vétójog: felvásárlás, jelentősebb mértékű eszközzeladás vagy hitelfelvétel esetére.	5,00
4.	V87	Tag-along és drag-along jogok előírása.	5,00
5.	V68	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott üzlet rész vásárlásával.	4,80
6.	V74	A befektetési összeg csepegtetése mérőkövetelmény teljesítéséhez kötve.	4,60
7.	V83	Elővásárlási jog kikötése új vagy meglévő üzlet rész/részvény értékesítésekor.	4,00
8.	V66	Tagi kölcsön nyújtása.	3,80
9.	V84	Ratchet-based antidilution provision előírása.	3,80
10.	V69	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott átváltható részvény vásárlásával.	3,60

*Forrás: saját kutatás*

**25. táblázat: Az érett vállalati életszakast preferáló befektetők (LS) legfontosabb ügyletstrukturálással kapcsolatos tényezői a 2014-es Likert-skálás kérdőíves kutatás alapján**

#	Változó száma	Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások	LS
1.	V77	Rendszeres jelentési kötelezettség előírása.	5,00
2.	V86	Vétójog: felvásárlás, jelentősebb mértékű eszközzeladás vagy hitelfelvétel esetére.	5,00
3.	V76	Képviselési jog előírása igazgatóságban, illetve vezető testületekben.	4,67
4.	V67	Bankhitel bevonása.	4,33
5.	V87	Tag-along és drag-along jogok előírása.	4,00
6.	V69	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott átváltható részvény vásárlásával.	3,67
7.	V75	Többségi (50%+1 vagy több) tulajdonosi részesedés előírása.	3,67
8.	V80	Egyszeres megtérülési preferencia előírása (liquidation preference).	3,67
9.	V83	Elővásárlási jog kikötése új vagy meglévő üzlet rész/részvény értékesítésekor.	3,67
10.	V71	Előre meghatározott hozamkövetelmény előírása.	3,33

*Forrás: saját kutatás*

## 8. számú melléklet: A Likert-skálás kérdőíves felmérés kiértékelése nemparaméteres próbákkal (befektetők eltérő tulajdonosi háttére)

Az 1.-5. táblázatok a hárommintás Kruskal-Wallis-féle H-tesztek eredményeit mutatják, ahol a három, egymástól független mintát az eltérő tulajdonosi háttér szerint elkülönített három befektetői csoport jelenti. A 6.-8. táblázatok azoknak a kétmintás Mann-Whitney-féle U-teszteknek az eredményeit mutatják be, melyeket azon változókra futattam le, melyeknél a Kruskal-Wallis-féle H-tesztek szignifikáns különbség fennállását jelezték valamely két befektetői minta között. Mann-Whitney-féle U-tesztek lefuttatásának célja az volt, hogy megtaláljam azt a konkrét két befektetői mintát, melyek között a vizsgálat eredménye szerint szignifikáns különbség van.

### 1. táblázat: A hárommintás Kruskal-Wallis-féle H-tesztek eredményei a projektértékelési kritériumokat jelölő változókra vonatkozóan (befektetők csoportosítása eltérő tulajdonosi háttér szerint)\*

Változó száma	A projektértékelési kritérium megnevezése	H-stat.	p-érték
V1	A projekt mérete	0,793	0,673
V2	A projekt ágazati hovatartozása	0,550	0,760
<b>V3<sup>†</sup></b>	<b>A projekt földrajzi elhelyezkedése</b>	<b>5,779</b>	<b>0,056</b>
V4	A benyújtott üzleti terv tartalma komplett, megfelel a követelményeknek.	0,777	0,678
V5	A projekt mögött töbtagú menedzsment-csapat áll.	0,466	0,792
<b>V6<sup>†</sup></b>	<b>A menedzsment-csapat tagjai a főbb funkcionális területeket lefedik.</b>	<b>5,433</b>	<b>0,066</b>
V7	A menedzsment több éves tapasztalattal rendelkezik a megcélzott piacon.	0,180	0,914
V8	A projekt vezetőjének van vállalkozói tapasztalata.	2,933	0,231
<b>V9<sup>†</sup></b>	<b>A projekt vezetője elkötelezett, hozzáállása pozitív.</b>	<b>5,500</b>	<b>0,064</b>
V10	A célpiac jelentős növekedési potenciállal rendelkezik.	1,244	0,537
V11	A termék/szolgáltatás egy még nem felfedezett piaci szükségletet elégítene ki.	3,017	0,221
V12	A termék/szolgáltatás egy már létező piac szűkebb szegmensét szolgálja ki.	1,861	0,394
V13	A célpiaccal kapcsolatban az alapkezelő releváns tapasztalatokkal rendelkezik.	1,778	0,411
V14	A célpiacon a verseny intenzitása alacsony.	1,737	0,419
V15	A termék/szolgáltatás piaci bevezetése előtt kevés az adminisztratív/egyéb akadály.	2,098	0,350
V16	Szabadalmi védetség alá vonható vagy már az alatt áll.	1,267	0,531
V17	Piaci fogadtatása már bizonyítottan pozitív.	2,033	0,362
V18	A külföldi piacokra való bevezetés az elkövetkező 3 évben megvalósítható.	0,309	0,857
V19	Egyedi, csúcstechnológiát képvisel.	0,349	0,840
V20	Prototípus már rendelkezésre áll.	2,596	0,273
V21	Kidolgozott üzleti stratégiával rendelkezik.	3,145	0,208
V22	Múltbeli cash flow-ja stabil.	1,146	0,564
V23	Eladósodottsága alacsony.	0,648	0,723
V24	Tevékenysége nem egyetlen termékre/szolgáltatásra korlátozódik.	1,154	0,562
V25	Fenntartható kompetitív előnnyel rendelkezik.	0,682	0,711
V26	A projekt hasonlít az alapkezelő által korábban megvalósított sikeres tranzakciókhoz.	0,855	0,652
V27	A kiszállás 3-5 éven belül várhatóan megvalósítható.	0,540	0,764
V28	A várható exit módja már a beszálláskor előre jelezhető.	0,114	0,944
V29	A projektben az átlagnál magasabb hozampotenciál rejlik.	3,905	0,142

\*Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 2; mintaelemszám:  $N_{ST} = 2$ ,  $N_{JE} = 6$ ,  $N_{PR} = 5$ ; ahol ST = állami háttérű befektetők, JE = hibrid tőkealapokat kezelő befektetők, PR = magán eredetű forrásokat kihelyező befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

Forrás: Saját kutatás



**2. táblázat: A hárommintás Kruskal-Wallis-féle H-tesztek eredményei a részletes átvilágítás tevékenységeit jelölő változókra vonatkozóan (befektetők csoportosítása eltérő tulajdonosi háttér szerint)\***

Változó száma	A részletes átvilágítás egyes tevékenységeinek megnevezése	H-stat.	p-érték
V30	Rendszeres személyes találkozók a menedzsmenttel.	1,480	0,477
V31	Referenciák gyűjtése a menedzsmenttől, korábbi munkáltatók felkeresése.	1,498	0,473
V32	Független ügyvédi iroda szolgáltatásainak igénybevétele.	0,724	0,696
V33	Független könyvvizsgáló bevonása.	0,467	0,792
V34	Külső szakértők felkeresése piaci elemzések készítésére.	4,191	0,123
V35	Egy másik kockázattőke-befektető véleményének kikérése.	0,009	0,995
V36	Más befektetők felkeresése a finanszírozáshoz (szindikálás).	0,192	0,908
V37	Az elérhető vagy már meglévő vevők, szállítók, partnerek felkeresése.	4,588	0,101
<b>V38<sup>†</sup></b>	<b>Együttműködési lehetőségek keresése a már portfólióban lévő projektekkel.</b>	<b>4,778</b>	<b>0,092</b>
V39	Annak felmérése, hogy az új befektetés hogyan befolyásolná a meglévő befektetői portfólió kockázatát.	1,147	0,564
V40	Saját feltételezéseken alapuló pénzügyi előrejelzés készítése.	2,152	0,341
V41	Saját piaci értékelés készítése.	1,415	0,493
V42	A külföldi piacokra való belépés időzítésének feltérképezése.	3,274	0,195
V43	A potenciális kiszállási útvonalak azonosítása és vizsgálata.	1,044	0,593
V44	A szabadalmi védettség vagy a védettség megszerezhetőségének ellenőrzése.	3,816	0,148
V45	Az eredetileg igényelt befektetési összeg felülvizsgálata, illetve módosítása.	0,076	0,963
V46	Projektvizsgálati díj felszámítása.	1,480	0,477

\*Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 2; mintaelemszám:  $N_{ST} = 2$ ,  $N_{JE} = 6$ ,  $N_{PR} = 5$ ; ahol ST = állami háttérű befektetők, JE = hibrid tőkealapokat kezelő befektetők, PR = magán eredetű forrásokat kihelyező befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

Forrás: Saját kutatás

**3. táblázat: A hárommintás Kruskal-Wallis-féle H-tesztek eredményei a projektek értékeléséhez használt módszereket jelölő változókra vonatkozóan (befektetők csoportosítása eltérő tulajdonosi háttér szerint)\***

Változó száma	A projekt értékeléséhez használt módszer	H-stat.	p-érték
V47	Diszkontált cash flow alapú értékelési modellek	2,298	0,317
V48	Osztalékáram-alapú értékelés	0,071	0,960
V49	Az eszközök könyv szerinti értékén alapuló értékelés	1,537	0,464
V50	Az eszközök pótlási költségén alapuló értékelés	4,070	0,131
V51	Jövőbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	0,053	0,974
V52	Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	2,243	0,326
V53	Árfolyam/nyereség (P/E) rátán alapuló szorzószámú értékelés	1,597	0,450
V54	Egy közelmúltbeli, hasonló tranzakció során alkalmazott érték felhasználása	3,407	0,182

\*Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 2; mintaelemszám:  $N_{ST} = 2$ ,  $N_{JE} = 6$ ,  $N_{PR} = 5$ ; ahol ST = állami háttérű befektetők, JE = hibrid tőkealapokat kezelő befektetők, PR = magán eredetű forrásokat kihelyező befektetők.

Forrás: Saját kutatás

**4. táblázat: A hárommintás Kruskal-Wallis-féle H-tesztek eredményei a projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezőket jelölő változókra vonatkozóan (befektetők csoportosítása eltérő tulajdonosi háttér szerint)\***

Változó száma	A projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők	H-stat.	p-érték
V55	Aktuális makrogazdasági állapot, gazdasági feltételek	3,428	0,180
V56	Aktuális banki referenciakamatok szintje (pl.: BUBOR, EURIBOR)	2,734	0,255
V57	Előre megállapított hozamfelár	3,925	0,140
V58	A befektetés várható futamideje	0,007	0,996
V59	A megszerezhető tulajdoni részesedés	0,068	0,967
V60	A befektetési ügylet mérete	4,319	0,115
V61	A projekt életszakasza	0,590	0,744
V62	A kockázattőke-ágazatra jellemző átlagos megtérülési ráta (nemzetközi)	0,150	0,928
V63	A ráfordított idő és munka mennyisége és egyéb költségek	3,503	0,174
V64	A projekt szakágazati hovatartozása	2,933	0,231
V65	A tervezett exit módja	2,512	0,285

\*Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 2; mintaelemszám:  $N_{ST} = 2$ ,  $N_{JE} = 6$ ,  $N_{PR} = 5$ ; ahol ST = állami háttérű befektetők, JE = hibrid tőkealapokat kezelő befektetők, PR = magán eredetű forrásokat kihelyező befektetők.

Forrás: Saját kutatás

**5. táblázat: A hárommintás Kruskal-Wallis-féle H-tesztek eredményei az ügylet-strukturálással kapcsolatos állításokat jelölő változókra vonatkozóan (befektetők csoportosítása eltérő tulajdonosi háttér szerint)\***

Változó száma	Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások	H-stat.	p-érték
V66	Tagi kölcsön nyújtása.	2,009	0,366
V67	Bankhitel bevonása.	1,435	0,488
V68	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott üzletrész vásárlásával.	1,392	0,499
V69	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott átváltható részvény vásárlásával.	0,282	0,869
<b>V70<sup>†</sup></b>	<b>Előre meghatározott befektetési futamidő előírása.</b>	<b>5,529</b>	<b>0,063</b>
V71	Előre meghatározott hozamkövetelmény előírása.	1,735	0,420
V72	Életbiztosítás előírása a projekt kulcsembereinek.	2,901	0,234
V73	Fedezetek kérése (zálogjog, kezesség, stb.).	0,759	0,684
<b>V74<sup>††</sup></b>	<b>A befektetési összeg csepegtetése mérőkövek teljesítéséhez kötve.</b>	<b>6,269</b>	<b>0,044</b>
V75	Többségi (50%+1 vagy több) tulajdonosi részesedés előírása.	4,276	0,118
V76	Képviselési jog előírása igazgatóságban, illetve vezető testületekben.	1,464	0,481
V77	Rendszeres jelentési kötelezettség előírása.	0,000	1,000
V78	Az alapítók részesedésének fokozatos visszajuttatása adott idő alatt (vesting).	0,107	0,948
V79	Az alapítói részesedés csökkentése, ha az alapító idő előtt távozik (reverse vesting).	3,065	0,216
V80	Egyszeres megtérülési preferencia előírása (liquidation preference).	1,628	0,443
V81	Többszörös megtérülési preferencia előírása.	4,358	0,113
V82	Időben változó mértékű megtérülési preferencia előírása.	3,014	0,222
V83	Elővásárlási jog kikötése új vagy meglévő üzletrész/részvény értékesítésekor.	3,243	0,198
V84	Ratchet-based antidilution provision előírása.	0,194	0,908
V85	Weighted average antidilution provision előírása.	2,347	0,309
V86	Vétőjog: felvásárlás, jelentősebb mértékű eszközzeladás vagy hitelfelvétel esetére.	2,545	0,280
V87	Tag-along és drag-along jogok előírása.	1,600	0,449
V88	Nem megfelelő teljesítmény esetén a befektető kikényszerítheti részesedésének visszavásárlását az alapítók által.	3,682	0,159
<b>V89<sup>††</sup></b>	<b>Az eredeti tulajdonosok általi visszavásárlás előírása exitként.</b>	<b>6,953</b>	<b>0,031</b>
<b>V90<sup>†</sup></b>	<b>Az exit időpontjának meghatározása.</b>	<b>5,340</b>	<b>0,069</b>

\*Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 2; mintaelemszám:  $N_{ST} = 2$ ,  $N_{JE} = 6$ ,  $N_{PR} = 5$ ; ahol ST = állami háttérű befektetők, JE = hibrid tőkealapokat kezelő befektetők, PR = magán eredetű forrásokat kihelyező befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett; „††” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 5\%$ )-os szignifikancia szint mellett. Forrás: Saját kutatás

**6. táblázat: A kétmintás Mann-Whitney-féle U-tesztek eredményei a projektértékelési kritériumok között található V3-as, V6-os és V9-es változókra vonatkozóan (befektetők csoportosítása eltérő tulajdonosi háttér szerint)\***

Változó száma	A projektértékelési kritérium megnevezése	N <sub>1</sub>	N <sub>2</sub>	U-stat.	p-érték
V3	A projekt földrajzi elhelyezkedése	JE	PR	8,500	0,191
V3 <sup>††</sup>	A projekt földrajzi elhelyezkedése	JE	ST	0,000	0,038
V3 <sup>†</sup>	A projekt földrajzi elhelyezkedése	PR	ST	1,000	0,094
V6 <sup>††</sup>	A menedzsment-csapat tagjai a főbb funkcionális területeket lefedik.	JE	PR	4,000	0,024
V6	A menedzsment-csapat tagjai a főbb funkcionális területeket lefedik.	JE	ST	5,000	0,693
V6	A menedzsment-csapat tagjai a főbb funkcionális területeket lefedik.	PR	ST	2,000	0,147
V9	A projekt vezetője elkötelezett, hozzáállása pozitív.	JE	PR	15,000	1,000
V9 <sup>†</sup>	A projekt vezetője elkötelezett, hozzáállása pozitív.	JE	ST	3,000	0,083
V9	A projekt vezetője elkötelezett, hozzáállása pozitív.	PR	ST	2,500	0,114

\*Mann-Whitney-féle U-teszt; mintaelemszám: N<sub>ST</sub> = 2, N<sub>JE</sub> = 6, N<sub>PR</sub> = 5; ahol ST = állami háttérű befektetők, JE = hibrid tőkealapokat kezelő befektetők, PR = magán eredetű forrásokat kihelyező befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett, a „††” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 5\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

Megjegyzés: mivel a mintaelemszám (k) 3, így a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő korrigált szignifikancia szint  $\alpha = 5\%$  esetén,  $\alpha / 3 = 0,05 / 3 = 0,0167$  (1,67%). A Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő szignifikancia szintet egyik p-érték sem teljesíti.

*Forrás:* Saját kutatás

**7. táblázat: A kétmintás Mann-Whitney-féle U-tesztek eredményei a részletes átvilágítás tevékenységei között található V38-as változóra vonatkozóan (befektetők csoportosítása eltérő tulajdonosi háttér szerint)\***

Változó száma	A részletes átvilágítás egyes tevékenységeinek megnevezése	N <sub>1</sub>	N <sub>2</sub>	U-stat.	p-érték
V38 <sup>†</sup>	Együttműködési lehetőségek keresése a már portfólióban lévő projektekkel.	JE	PR	5,000	0,057
V38	Együttműködési lehetőségek keresése a már portfólióban lévő projektekkel.	JE	ST	1,500	0,108
V38	Együttműködési lehetőségek keresése a már portfólióban lévő projektekkel.	PR	ST	3,500	0,539

\*Mann-Whitney-féle U-teszt; mintaelemszám: N<sub>ST</sub> = 2, N<sub>JE</sub> = 6, N<sub>PR</sub> = 5; ahol ST = állami háttérű befektetők, JE = hibrid tőkealapokat kezelő befektetők, PR = magán eredetű forrásokat kihelyező befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

Megjegyzés: mivel a mintaelemszám (k) 3, így a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő korrigált szignifikancia szint  $\alpha = 5\%$  esetén,  $\alpha / 3 = 0,05 / 3 = 0,0167$  (1,67%). A Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő szignifikancia szintet egyik p-érték sem teljesíti.

*Forrás:* Saját kutatás

**8. táblázat: A kétmintás Mann-Whitney-féle U-tesztek eredményei az ügylet-strukturálással kapcsolatos állítások között található V70-es, V74-es, V89-es és V90-es változókra vonatkozóan (befektetők csoportosítása eltérő tulajdonosi háttér szerint)\***

Változó száma	Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítás	N <sub>1</sub>	N <sub>2</sub>	U-stat.	p-érték
V70 <sup>†</sup>	Előre meghatározott befektetési futamidő előírása.	JE	PR	5,000	0,062
V70	Előre meghatározott befektetési futamidő előírása.	JE	ST	4,000	0,483
V70 <sup>††</sup>	Előre meghatározott befektetési futamidő előírása.	PR	ST	0,000	0,049
V74 <sup>††</sup>	A befektetési összeg csepegtetése mérföldkövek teljesítéséhez kötve.	JE	PR	4,000	0,028
V74 <sup>††</sup>	A befektetési összeg csepegtetése mérföldkövek teljesítéséhez kötve.	JE	ST	0,500	0,034
V74	A befektetési összeg csepegtetése mérföldkövek teljesítéséhez kötve.	PR	ST	3,500	0,554
V89	Az eredeti tulajdonosok általi visszavásárlás előírása exitként.	JE	PR	7,500	0,125
V89 <sup>††</sup>	Az eredeti tulajdonosok általi visszavásárlás előírása exitként.	JE	ST	0,000	0,038
V89 <sup>††</sup>	Az eredeti tulajdonosok általi visszavásárlás előírása exitként.	PR	ST	0,000	0,031
V90	Az exit időpontjának meghatározása.	JE	PR	14,000	0,840
V90 <sup>††</sup>	Az exit időpontjának meghatározása.	JE	ST	0,000	0,038
V90 <sup>††</sup>	Az exit időpontjának meghatározása.	PR	ST	0,000	0,042

\*Mann-Whitney-féle U-teszt; mintaelemszám: N<sub>ST</sub> = 2, N<sub>JE</sub> = 6, N<sub>PR</sub> = 5; ahol ST = állami háttérű befektetők, JE = hibrid tőkealapokat kezelő befektetők, PR = magán eredetű forrásokat kihelyező befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett, a „††” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 5\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

Megjegyzés: mivel a mintaelemszám (k) 3, így a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő korrigált szignifikancia szint  $\alpha = 5\%$  esetén,  $\alpha / 3 = 0,05 / 3 = 0,0167$  (1,67%). A Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő szignifikancia szintet egyik p-érték sem teljesíti.

*Forrás:* Saját kutatás

## 9. számú melléklet: A Likert-skálás kérdőíves felmérés kiértékelése nemparaméteres próbákkal (befektetők eltérő életciklus preferenciája)

Az 1.-4. táblázatok a hárommintás, a 6.-10. táblázatok pedig a négymintás Kruskal-Wallis-féle H-tesztek eredményeit mutatják be. A négymintás teszteknel az állami háttérű befektetőket különálló csoportként kezeltem. A 11.-21. táblázatok azoknak a kétmintás Mann-Whitney-féle U-teszteknek az eredményeit mutatják be, melyeket azon változókra futattam le, melyeknél a Kruskal-Wallis-féle H-tesztek szignifikáns különbség fennállását jelezték valamely két befektetői minta között. A Mann-Whitney-féle U-tesztek lefuttatásának célja az volt, hogy megtaláljam azt a konkrét két befektetői mintát, melyek között a vizsgálat eredménye szerint szignifikáns különbség van.

### 1. táblázat: A hárommintás Kruskal-Wallis-féle H-tesztek eredményei a projektértékelési kritériumokat jelölő változókra vonatkozóan (befektetők csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\*

Változó száma	A projektértékelési kritérium megnevezése	H-stat.	p-érték
V1	A projekt mérete	0,847	0,655
V2	A projekt ágazati hovatartozása	4,429	0,109
V3	A projekt földrajzi elhelyezkedése	4,142	0,126
V4	A benyújtott üzleti terv tartalma komplett, megfelel a követelményeknek.	0,138	0,933
V5	A projekt mögött többtagú menedzsment-csapat áll.	3,039	0,219
V6	A menedzsment-csapat tagjai a főbb funkcionális területeket lefedik.	2,635	0,268
V7	A menedzsment több éves tapasztalattal rendelkezik a megcélzott piacon.	2,462	0,292
<b>V8<sup>††</sup></b>	<b>A projekt vezetőjének van vállalkozói tapasztalata.</b>	<b>8,571</b>	<b>0,014</b>
V9	A projekt vezetője elkötelezett, hozzáállása pozitív.	0,857	0,651
V10	A célpiac jelentős növekedési potenciállal rendelkezik.	2,762	0,251
V11	A termék/szolgáltatás egy még nem felfedezett piaci szükségletet elégítene ki.	4,451	0,108
<b>V12<sup>†</sup></b>	<b>A termék/szolgáltatás egy már létező piac szűkebb szegmensét szolgálja ki.</b>	<b>5,683</b>	<b>0,058</b>
V13	A célpiaccal kapcsolatban az alapkezelő releváns tapasztalatokkal rendelkezik.	2,462	0,292
V14	A célpiacon a verseny intenzitása alacsony.	1,357	0,507
V15	A termék/szolgáltatás piaci bevezetése előtt kevés az adminisztratív/egyéb akadály.	1,326	0,515
V16	Szabadalmi védettség alá vonható vagy már az alatt áll.	4,206	0,122
V17	Piaci fogadtatása már bizonyítottan pozitív.	1,683	0,431
V18	A külföldi piacokra való bevezetés az elkövetkező 3 évben megvalósítható.	1,386	0,500
V19	Egyedi, csúcstechnológiát képvisel.	4,384	0,112
<b>V20<sup>†††</sup></b>	<b>Prototípus már rendelkezésre áll.</b>	<b>9,633</b>	<b>0,008</b>
V21	Kidolgozott üzleti stratégiával rendelkezik.	0,797	0,671
<b>V22<sup>†</sup></b>	<b>Múltbeli cash flow-ja stabil.</b>	<b>5,419</b>	<b>0,067</b>
V23	Eladósodottsága alacsony.	2,037	0,361
V24	Tevékenysége nem egyetlen termékre/szolgáltatásra korlátozódik.	0,097	0,953
V25	Fenntartható kompetitív előnnyel rendelkezik.	0,781	0,677
V26	A projekt hasonlít az alapkezelő által korábban megvalósított sikeres tranzakciókhoz.	3,191	0,203
V27	A kiszállás 3-5 éven belül várhatóan megvalósítható.	2,280	0,320
V28	A várható exit módja már a beszálláskor előre jelezhető.	0,680	0,712
V29	A projektben az átlagnál magasabb hozampotenciál rejlik.	0,563	0,755

\*Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 2; mintaelemszám:  $N_{SE} = 3$ ,  $N_{SU} = 6$ ,  $N_{LS} = 4$ ; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU = start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett; „††” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 5\%$ )-os szignifikancia szint mellett; „†††” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 1\%$ )-os szignifikancia szint mellett. *Forrás:* Saját kutatás

**2. táblázat: A hárommintás Kruskal-Wallis-féle H-tesztek eredményei a részletes átvilágítás tevékenységeit jelölő változókra vonatkozóan (befektetők csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Változó száma	A részletes átvilágítás egyes tevékenységeinek megnevezése	H-stat.	p-érték
V30	Rendszeres személyes találkozók a menedzsmenttel.	2,400	0,301
V31	Referenciák gyűjtése a menedzsmenttől, korábbi munkáltatók felkeresése.	0,333	0,847
V32	Független ügyvédi iroda szolgáltatásainak igénybevétele.	1,083	0,582
V33	Független könyvvizsgáló bevonása.	2,557	0,278
V34	Külső szakértők felkérése piaci elemzések készítésére.	4,175	0,124
V35	Egy másik kockázati tőke-befektető véleményének kikérése.	3,715	0,156
V36	Más befektetők felkeresése a finanszírozáshoz (szindikálás).	3,085	0,214
<b>V37<sup>†</sup></b>	<b>Az elérhető vagy már meglévő vevők, szállítók, partnerek felkeresése.</b>	<b>5,213</b>	<b>0,074</b>
V38	Együttműködési lehetőségek keresése a már portfólióban lévő projektekkel.	0,737	0,692
V39	Annak felmérése, hogy az új befektetés hogyan befolyásolná a meglévő befektetői portfólió kockázatát.	2,539	0,281
V40	Saját feltételezéseken alapuló pénzügyi előrejelzés készítése.	3,538	0,170
V41	Saját piaci értékelés készítése.	3,367	0,186
V42	A külföldi piacokra való belépés időzítésének feltérképezése.	1,608	0,447
V43	A potenciális kiszállási útvonalak azonosítása és vizsgálata.	3,967	0,138
<b>V44<sup>††</sup></b>	<b>A szabadalmi védettség vagy a védettség megszerezhetőségének ellenőrzése.</b>	<b>8,571</b>	<b>0,014</b>
V45	Az eredetileg igényelt befektetési összeg felülvizsgálata, illetve módosítása.	4,047	0,132
V46	Projektvizsgálati díj felszámítása.	2,400	0,301

\*Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 2; mintaelemszám:  $N_{SE} = 3$ ,  $N_{SU} = 6$ ,  $N_{LS} = 4$ ; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU = start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett; „††” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 5\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

Forrás: Saját kutatás

**3. táblázat: A hárommintás Kruskal-Wallis-féle H-tesztek eredményei a projektek értékeléséhez használt módszereket jelölő változókra vonatkozóan (befektetők csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Változó száma	A projekt értékeléséhez használt módszer	H-stat.	p-érték
V47	Diszkontált cash flow alapú értékelési modellek	4,382	0,112
V48	Osztalékáram-alapú értékelés	2,814	0,245
V49	Az eszközök könyv szerinti értékén alapuló értékelés	1,859	0,395
V50	Az eszközök pótlási költségén alapuló értékelés	2,714	0,257
V51	Jövőbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	0,099	0,951
<b>V52<sup>††</sup></b>	<b>Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés</b>	<b>7,188</b>	<b>0,027</b>
<b>V53<sup>†</sup></b>	<b>Árfolyam/nyereség (P/E) rátán alapuló szorzószámú értékelés</b>	<b>5,379</b>	<b>0,068</b>
V54	Egy közelmúltbeli, hasonló tranzakció során alkalmazott érték felhasználása	1,467	0,480

\*Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 2; mintaelemszám:  $N_{SE} = 3$ ,  $N_{SU} = 6$ ,  $N_{LS} = 4$ ; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU = start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett; „††” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 5\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

Forrás: Saját kutatás

**4. táblázat: A hárommintás Kruskal-Wallis-féle H-tesztek eredményei a projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezőket jelölő változókra vonatkozóan (befektetők csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Változó száma	A projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők	H-stat.	p-érték
V55	Aktuális makrogazdasági állapot, gazdasági feltételek	2,136	0,344
V56	Aktuális banki referenciakamatok szintje (pl.: BUBOR, EURIBOR)	0,803	0,669
V57	Előre megállapított hozamfelár	3,342	0,188
<b>V58<sup>†</sup></b>	<b>A befektetés várható futamideje</b>	<b>5,554</b>	<b>0,062</b>
V59	A megszerezhető tulajdoni részesedés	2,975	0,226
V60	A befektetési ügylet mérete	1,825	0,401
V61	A projekt életszakasza	2,250	0,325
V62	A kockázattőke-ágazatra jellemző átlagos megtérülési ráta (nemzetközi)	1,860	0,395
V63	A ráfordított idő és munka mennyisége és egyéb költségek	0,757	0,685
<b>V64<sup>†</sup></b>	<b>A projekt szakágazati hovatartozása</b>	<b>5,905</b>	<b>0,052</b>
V65	A tervezett exit módja	0,401	0,818

\*Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 2; mintaelemszám:  $N_{SE} = 3$ ,  $N_{SU} = 6$ ,  $N_{LS} = 4$ ; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU = start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett. *Forrás:* Saját kutatás

**5. táblázat: A hárommintás Kruskal-Wallis-féle H-tesztek eredményei az ügylet-strukturálással kapcsolatos állításokat jelölő változókra vonatkozóan (befektetők csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Változó száma	Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások	H-stat.	p-érték
V66	Tagi kölcsön nyújtása.	0,975	0,614
<b>V67<sup>††</sup></b>	<b>Bankhitel bevonása.</b>	<b>7,674</b>	<b>0,022</b>
<b>V68<sup>†</sup></b>	<b>Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott üzletrész vásárlásával.</b>	<b>5,539</b>	<b>0,063</b>
V69	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott átváltható részvény vásárlásával.	1,046	0,593
V70	Előre meghatározott befektetési futamidő előírása.	3,711	0,156
V71	Előre meghatározott hozamkövetelmény előírása.	0,680	0,712
V72	Életbiztosítás előírása a projekt kulcsberekre.	3,012	0,222
V73	Fedezetek kérése (zálogjog, kezesség, stb.).	0,299	0,861
<b>V74<sup>††</sup></b>	<b>A befektetési összeg csepegtetése mérföldkövek teljesítéséhez kötve.</b>	<b>8,492</b>	<b>0,014</b>
V75	Többségi (50%+1 vagy több) tulajdonosi részesedés előírása.	1,558	0,459
V76	Képviselési jog előírása igazgatóságban, illetve vezető testületekben.	0,338	0,845
V77	Rendszeres jelentési kötelezettség előírása.	0,000	1,000
V78	Az alapítók részesedésének fokozatos visszajuttatása adott idő alatt (vesting).	2,170	0,338
V79	Az alapítói részesedés csökkentése, ha az alapító idő előtt távozik (reverse vesting).	1,034	0,596
V80	Egyszeres megtérülési preferencia előírása (liquidation preference).	0,753	0,686
V81	Többszörös megtérülési preferencia előírása.	0,408	0,816
V82	Időben változó mértékű megtérülési preferencia előírása.	0,686	0,710
V83	Elővásárlási jog kikötése új vagy meglévő üzletrész/részvény értékesítésekor.	0,541	0,763
V84	Ratchet-based antidilution provision előírása.	2,818	0,244
V85	Weighted average antidilution provision előírása.	0,200	0,905
<b>V86<sup>††</sup></b>	<b>Vétőjog: felvásárlás, jelentősebb mértékű eszközadás vagy hitelfelvétel esetére.</b>	<b>7,273</b>	<b>0,026</b>
V87	Tag-along és drag-along jogok előírása.	3,333	0,189
V88	Nem megfelelő teljesítmény esetén a befektető kikényszerítheti részesedésének visszavásárlását az alapítók által.	0,289	0,865
V89	Az eredeti tulajdonosok általi visszavásárlás előírása exitként.	1,155	0,561
V90	Az exit időpontjának meghatározása.	1,182	0,554

\*Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 2; mintaelemszám:  $N_{SE} = 3$ ,  $N_{SU} = 6$ ,  $N_{LS} = 4$ ; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU = start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett; „††” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 5\%$ )-os szignifikancia szint mellett. *Forrás:* Saját kutatás

**6. táblázat: A négymintás Kruskal-Wallis-féle H-tesztek eredményei a projektértékelési kritériumokat jelölő változókra vonatkozóan (befektetők korrigált csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Változó száma	A projektértékelési kritérium megnevezése	H-stat.	p-érték
V1	A projekt mérete	1,154	0,764
V2	A projekt ágazati hovatartozása	5,200	0,158
<b>V3<sup>†</sup></b>	<b>A projekt földrajzi elhelyezkedése</b>	<b>6,305</b>	<b>0,098</b>
V4	A benyújtott üzleti terv tartalma komplett, megfelel a követelményeknek.	0,572	0,903
V5	A projekt mögött többtagú menedzsment-csapat áll.	3,039	0,386
V6	A menedzsment-csapat tagjai a főbb funkcionális területeket lefedik.	2,678	0,444
V7	A menedzsment több éves tapasztalattal rendelkezik a megcélzott piacon.	2,723	0,436
<b>V8<sup>††</sup></b>	<b>A projekt vezetőjének van vállalkozói tapasztalata.</b>	<b>9,600</b>	<b>0,022</b>
V9	A projekt vezetője elkötelezett, hozzáállása pozitív.	5,500	0,139
V10	A célpiac jelentős növekedési potenciállal rendelkezik.	2,916	0,405
V11	A termék/szolgáltatás egy még nem felfedezett piaci szükségletet elégítene ki.	4,485	0,214
<b>V12<sup>†</sup></b>	<b>A termék/szolgáltatás egy már létező piac szűkebb szegmensét szolgálja ki.</b>	<b>6,592</b>	<b>0,086</b>
V13	A célpiaccal kapcsolatban az alapkezelő releváns tapasztalatokkal rendelkezik.	3,072	0,381
V14	A célpiacon a verseny intenzitása alacsony.	2,239	0,524
V15	A termék/szolgáltatás piaci bevezetése előtt kevés az adminisztratív/egyéb akadály.	2,656	0,448
V16	Szabadalmi védetség alá vonható vagy már az alatt áll.	5,021	0,170
V17	Piaci fogadtatása már bizonyítottan pozitív.	3,911	0,271
V18	A külföldi piacokra való bevezetés az elkövetkező 3 évben megvalósítható.	2,110	0,550
V19	Egyedi, csúcstechnológiát képvisel.	4,915	0,178
<b>V20<sup>††</sup></b>	<b>Prototípus már rendelkezésre áll.</b>	<b>9,650</b>	<b>0,022</b>
V21	Kidolgozott üzleti stratégiával rendelkezik.	1,152	0,765
V22	Múltbeli cash flow-ja stabil.	5,505	0,138
V23	Eladásodottsága alacsony.	2,120	0,548
V24	Tevékenysége nem egyetlen termékre/szolgáltatásra korlátozódik.	0,097	0,992
V25	Fenntartható kompetitív előnnyel rendelkezik.	1,962	0,580
V26	A projekt hasonlít az alapkezelő által korábban megvalósított sikeres tranzakciókhoz.	3,446	0,328
V27	A kiszállás 3-5 éven belül várhatóan megvalósítható.	2,315	0,510
V28	A várható exit módja már a beszálláskor előre jelezhető.	0,733	0,865
V29	A projektben az átlagosnál magasabb hozampotenciál rejlik.	6,244	0,100

\*Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 3; mintaelemszám:  $N_{SE} = 3$ ,  $N_{SU2} = 4$ ,  $N_{LS} = 4$ ;  $N_{ST} = 2$ ; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU2 = állami háttérű befektetőket nem tartalmazó start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők, ST = állami háttérű befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett; „††” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 5\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

*Forrás:* Saját kutatás



**7. táblázat: A négymintás Kruskal-Wallis-féle H-tesztek eredményei a részletes átvilágítás során végzett tevékenységeket jelölő változókra vonatkozóan (befektetők korrigált csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Változó száma	A részletes átvilágítás egyes tevékenységeinek megnevezése	H-stat.	p-érték
V30	Rendszeres személyes találkozók a menedzsmenttel.	3,520	0,318
V31	Referenciák gyűjtése a menedzsmenttől, korábbi munkáltatók felkeresése.	0,716	0,869
V32	Független ügyvédi iroda szolgáltatásainak igénybevétele.	2,247	0,523
V33	Független könyvvizsgáló bevonása.	2,609	0,456
<b>V34<sup>††</sup></b>	<b>Külső szakértők felkérése piaci elemzések készítésére.</b>	<b>7,939</b>	<b>0,047</b>
V35	Egy másik kockázatitőke-befektető véleményének kikérése.	4,398	0,222
V36	Más befektetők felkeresése a finanszírozáshoz (szindikálás).	3,158	0,368
V37	Az elérhető vagy már meglévő vevők, szállítók, partnerek felkeresése.	5,966	0,113
V38	Együttműködési lehetőségek keresése a már portfólióban lévő projektekkel.	1,772	0,621
V39	Annak felmérése, hogy az új befektetés hogyan befolyásolná a meglévő befektetői portfólió kockázatát.	3,292	0,349
V40	Saját feltételezéseken alapuló pénzügyi előrejelzés készítése.	5,323	0,150
V41	Saját piaci értékelés készítése.	3,608	0,307
V42	A külföldi piacokra való belépés időzítésének feltérképezése.	3,648	0,302
V43	A potenciális kiszállási útvonalak azonosítása és vizsgálata.	5,720	0,126
<b>V44<sup>††</sup></b>	<b>A szabadalmi védettség vagy a védettség megszerezhetőségének ellenőrzése.</b>	<b>8,649</b>	<b>0,034</b>
V45	Az eredetileg igényelt befektetési összeg felülvizsgálata, illetve módosítása.	4,048	0,256
V46	Projektvizsgálati díj felszámítása.	3,520	0,318

\*Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 3; mintaelemszám: N<sub>SE</sub> = 3, N<sub>SU2</sub> = 4, N<sub>LS</sub> = 4; N<sub>ST</sub> = 2; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU2 = állami háttérű befektetőket nem tartalmazó start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők, ST = állami háttérű befektetők. A „††” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 5\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

*Forrás:* Saját kutatás

**8. táblázat: A négymintás Kruskal-Wallis-féle H-tesztek eredményei a projektek értékeléséhez használt módszereket jelölő változókra vonatkozóan (befektetők korrigált csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Változó száma	A projekt értékeléséhez használt módszer	H-stat.	p-érték
<b>V47<sup>†</sup></b>	<b>Diszkontált cash flow alapú értékelési modellek</b>	<b>7,477</b>	<b>0,058</b>
V48	Osztalékáram-alapú értékelés	3,267	0,352
V49	Az eszközök könyv szerinti értékén alapuló értékelés	2,363	0,501
V50	Az eszközök pótlási költségén alapuló értékelés	4,720	0,193
V51	Jövőbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	0,145	0,986
<b>V52<sup>†</sup></b>	<b>Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés</b>	<b>7,493</b>	<b>0,058</b>
V53	Árfolyam/nyereség (P/E) rátán alapuló szorzószámú értékelés	6,086	0,108
V54	Egy közelmúltbeli, hasonló tranzakció során alkalmazott érték felhasználása	2,620	0,454

\*Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 3; mintaelemszám: N<sub>SE</sub> = 3, N<sub>SU2</sub> = 4, N<sub>LS</sub> = 4; N<sub>ST</sub> = 2; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU2 = állami háttérű befektetőket nem tartalmazó start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők, ST = állami háttérű befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

*Forrás:* Saját kutatás

**9. táblázat: A négymintás Kruskal-Wallis-féle H-tesztek eredményei a projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezőket jelölő változókra vonatkozóan (befektetők korrigált csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Változó száma	A projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők	H-stat.	p-érték
V55	Aktuális makrogazdasági állapot, gazdasági feltételek	5,740	0,125
V56	Aktuális banki referenciakamatok szintje (pl.: BUBOR, EURIBOR)	1,515	0,679
V57	Előre megállapított hozamfelár	4,138	0,247
V58	A befektetés várható futamideje	5,555	0,135
V59	A megszerezhető tulajdoni részesedés	3,279	0,351
V60	A befektetési ügylet mérete	1,830	0,609
V61	A projekt életrésze	4,295	0,231
V62	A kockázati tőke-ágazatra jellemző átlagos megtérülési ráta (nemzetközi)	2,136	0,545
V63	A ráfordított idő és munka mennyisége és egyéb költségek	3,957	0,266
<b>V64<sup>†</sup></b>	<b>A projekt szakágazati hovatartozása</b>	<b>6,933</b>	<b>0,074</b>
V65	A tervezett exit módja	0,638	0,888

\*Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 3; mintaelemszám:  $N_{SE} = 3$ ,  $N_{SU2} = 4$ ,  $N_{LS} = 4$ ;  $N_{ST} = 2$ ; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU2 = állami háttérű befektetőket nem tartalmazó start-up befektetők, LS = érett vállalati életrészt preferáló befektetők, ST = állami háttérű befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett. *Forrás:* Saját kutatás

**10. táblázat: A négymintás Kruskal-Wallis-féle H-tesztek eredményei az ügylet-strukturálással kapcsolatos állításokat jelölő változókra vonatkozóan (befektetők korrigált csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Változó száma	Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások	H-stat.	p-érték
V66	Tagi kölcsön nyújtása.	1,560	0,669
<b>V67<sup>†</sup></b>	<b>Bankhitel bevonása.</b>	<b>7,699</b>	<b>0,053</b>
<b>V68<sup>†</sup></b>	<b>Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott üzletrész vásárlásával.</b>	<b>7,687</b>	<b>0,053</b>
V69	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott átváltható részvény vásárlásával.	1,375	0,711
V70	Előre meghatározott befektetési futamidő előírása.	4,232	0,237
V71	Előre meghatározott hozamkövetelmény előírása.	1,672	0,643
V72	Életbiztosítás előírása a projekt kulcsembereinek.	6,243	0,100
V73	Fedezetek kérése (zálogjog, kezesség, stb.).	0,386	0,943
<b>V74<sup>††</sup></b>	<b>A befektetési összeg csepegtetése mérőkövetelmény teljesítéséhez kötve.</b>	<b>9,941</b>	<b>0,019</b>
V75	Többségi (50%+1 vagy több) tulajdonosi részesedés előírása.	4,990	0,172
V76	Képviselési jog előírása igazgatóságban, illetve vezető testületekben.	2,773	0,428
V77	Rendszeres jelentési kötelezettség előírása.	0,000	1,000
V78	Az alapítók részesedésének fokozatos visszajuttatása adott idő alatt (vesting).	2,170	0,538
V79	Az alapítói részesedés csökkentése, ha az alapító idő előtt távozik (reverse vesting).	4,122	0,249
V80	Egyszeres megtérülési preferencia előírása (liquidation preference).	2,058	0,561
V81	Többszörös megtérülési preferencia előírása.	2,265	0,519
V82	Időben változó mértékű megtérülési preferencia előírása.	3,350	0,341
V83	Elővásárlási jog kikötése új vagy meglévő üzletrész/részvény értékesítésekor.	2,443	0,486
V84	Ratchet-based antidilution provision előírása.	3,387	0,336
V85	Weighted average antidilution provision előírása.	2,098	0,552
<b>V86<sup>†</sup></b>	<b>Vétőjog; felvásárlás, jelentősebb mértékű eszközkezelés vagy hitelfelvétel esetére.</b>	<b>7,273</b>	<b>0,064</b>
V87	Tag-along és drag-along jogok előírása.	3,333	0,343
V88	Nem megfelelő teljesítmény esetén a befektető kikényszerítheti részesedésének visszavásárlását az alapítók által.	5,572	0,134
V89	Az eredeti tulajdonosok általi visszavásárlás előírása exitként.	5,711	0,127
V90	Az exit időpontjának meghatározása.	5,947	0,114

\*Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 3; mintaelemszám:  $N_{SE} = 3$ ,  $N_{SU2} = 4$ ,  $N_{LS} = 4$ ;  $N_{ST} = 2$ ; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU2 = állami háttérű befektetőket nem tartalmazó start-up befektetők, LS = érett vállalati életrészt preferáló befektetők, ST = állami háttérű befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett; „††” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 5\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

*Forrás:* Saját kutatás

**11. táblázat: A kétmintás Mann-Whitney-féle U-tesztek eredményei a projektértékelési kritériumok között található V8-as, V12-es, V20-as és V22-es változókra vonatkozóan (befektetők csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Változó száma	A projektértékelési kritérium megnevezése	N <sub>1</sub>	N <sub>2</sub>	U-stat.	p-érték
V8	A projekt vezetőjének van vállalkozói tapasztalata.	SE	SU	6,000	0,199
V8 <sup>††</sup>	A projekt vezetőjének van vállalkozói tapasztalata.	SE	LS	0,000	0,025
V8 <sup>††</sup>	A projekt vezetőjének van vállalkozói tapasztalata.	SU	LS	0,000	<b>0,011<sup>φ</sup></b>
V12	A termék/szolgáltatás egy már létező piac szűkebb szegmensét szolgálja ki.	SE	SU	7,500	0,329
V12 <sup>††</sup>	A termék/szolgáltatás egy már létező piac szűkebb szegmensét szolgálja ki.	SE	LS	0,000	0,034
V12 <sup>†</sup>	A termék/szolgáltatás egy már létező piac szűkebb szegmensét szolgálja ki.	SU	LS	3,500	0,083
V20 <sup>††</sup>	Prototípus már rendelkezésre áll.	SE	SU	1,500	0,028
V20 <sup>††</sup>	Prototípus már rendelkezésre áll.	SE	LS	0,000	0,034
V20 <sup>††</sup>	Prototípus már rendelkezésre áll.	SU	LS	0,000	<b>0,011<sup>φ</sup></b>
V22	Múltbeli cash flow-ja stabil.	SE	SU	7,500	0,439
V22	Múltbeli cash flow-ja stabil.	SE	LS	2,500	0,346
V22 <sup>††</sup>	Múltbeli cash flow-ja stabil.	SU	LS	0,500	<b>0,010<sup>φ</sup></b>

\*Mann-Whitney-féle U-teszt; mintaelemszám: N<sub>SE</sub> = 3, N<sub>SU</sub> = 6, N<sub>LS</sub> = 4; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU = start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett, a „††” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 5\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

Megjegyzés: mivel a mintaelemszám,  $k = 3$ , így a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő korrigált szignifikancia szint  $\alpha = 5\%$  esetén,  $\alpha / 3 = 0,05 / 3 = 0,0167$  (1,67%). A Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő szignifikancia szint alatti p-értékeket a „ $\phi$ ” karakter jelöli.

*Forrás:* Saját kutatás

**12. táblázat: A kétmintás Mann-Whitney-féle U-tesztek eredményei a részletes átvilágítás tevékenységei között található V37-es és V44-es változókra vonatkozóan (befektetők csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Változó száma	A részletes átvilágítás egyes tevékenységeinek megnevezése	N <sub>1</sub>	N <sub>2</sub>	U-stat.	p-érték
V37	Az elérhető vagy már meglévő vevők, szállítók, partnerek felkeresése.	SE	SU	5,500	0,221
V37	Az elérhető vagy már meglévő vevők, szállítók, partnerek felkeresése.	SE	LS	3,500	0,637
V37 <sup>††</sup>	Az elérhető vagy már meglévő vevők, szállítók, partnerek felkeresése.	SU	LS	1,000	0,023
V44	A szabadalmi védettség vagy a védettség megszerzhetőségének ellenőrzése.	SE	SU	4,500	0,118
V44 <sup>††</sup>	A szabadalmi védettség vagy a védettség megszerzhetőségének ellenőrzése.	SE	LS	0,000	0,025
V44 <sup>††</sup>	A szabadalmi védettség vagy a védettség megszerzhetőségének ellenőrzése.	SU	LS	0,000	<b>0,013<sup>φ</sup></b>

\*Mann-Whitney-féle U-teszt; mintaelemszám: N<sub>SE</sub> = 3, N<sub>SU</sub> = 6, N<sub>LS</sub> = 4; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU = start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett, a „††” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 5\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

Megjegyzés: mivel a mintaelemszám,  $k = 3$ , így a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő korrigált szignifikancia szint  $\alpha = 5\%$  esetén,  $\alpha / 3 = 0,05 / 3 = 0,0167$  (1,67%). A Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő szignifikancia szint alatti p-értékeket a „ $\phi$ ” karakter jelöli.

*Forrás:* Saját kutatás

**13. táblázat: A kétmintás Mann-Whitney-féle U-tesztek eredményei a projektek értékeléséhez használt módszerek között található V52-es és V53-as változókra vonatkozóan (befektetők csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Változó száma	A projekt értékeléséhez használt módszer megnevezése	N <sub>1</sub>	N <sub>2</sub>	U-stat.	p-érték
V52 <sup>††</sup>	Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	SE	SU	0,000	<b>0,014<sup>φ</sup></b>
V52 <sup>††</sup>	Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	SE	LS	0,000	0,043
V52	Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	SU	LS	7,000	0,398
V53	Árfolyam/nyereség (P/E) rátán alapuló szorzószámú értékelés	SE	SU	6,000	0,205
V53 <sup>††</sup>	Árfolyam/nyereség (P/E) rátán alapuló szorzószámú értékelés	SE	LS	0,000	0,034
V53	Árfolyam/nyereség (P/E) rátán alapuló szorzószámú értékelés	SU	LS	4,000	0,120

\*Mann-Whitney-féle U-teszt; mintaelemszám: N<sub>SE</sub> = 3, N<sub>SU</sub> = 6, N<sub>LS</sub> = 4; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU = start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők. A „††” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 5\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

Megjegyzés: mivel a mintaelemszám,  $k = 3$ , így a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő korrigált szignifikancia szint  $\alpha = 5\%$  esetén,  $\alpha / 3 = 0,05 / 3 = 0,0167$  (1,67%). A Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő szignifikancia szint alatti p-értékeket a „ $\phi$ ” karakter jelöli.

*Forrás:* Saját kutatás

**14. táblázat: A kétmintás Mann-Whitney-féle U-tesztek eredményei a projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők között található V58-as és V64-es változókra vonatkozóan (befektetők csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Változó száma	A projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényező megnevezése	N <sub>1</sub>	N <sub>2</sub>	U-stat.	p-érték
V58	A befektetés várható futamideje	SE	SU	4,500	0,118
V58 <sup>†</sup>	A befektetés várható futamideje	SE	LS	0,500	0,072
V58 <sup>†</sup>	A befektetés várható futamideje	SU	LS	4,000	0,094
V64 <sup>†</sup>	A projekt szakágazati hovatartozása	SE	SU	4,000	0,090
V64	A projekt szakágazati hovatartozása	SE	LS	3,000	0,456
V64 <sup>††</sup>	A projekt szakágazati hovatartozása	SU	LS	2,000	0,035

\*Mann-Whitney-féle U-teszt; mintaelemszám: N<sub>SE</sub> = 3, N<sub>SU</sub> = 6, N<sub>LS</sub> = 4; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU = start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett, a „††” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 5\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

Megjegyzés: mivel a mintaelemszám,  $k = 3$ , így a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő korrigált szignifikancia szint  $\alpha = 5\%$  esetén,  $\alpha / 3 = 0,05 / 3 = 0,0167$  (1,67%). Nem volt olyan p-érték, mely a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő szignifikancia szint alatt lett volna.

*Forrás:* Saját kutatás

**15. táblázat: A kétmintás Mann-Whitney-féle U-tesztek eredményei az ügylet-strukturálással kapcsolatos állítások között található V67-es, V68-as, V74-es és V86-os változókra vonatkozóan (befektetők csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Változó száma	Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítás	N <sub>1</sub>	N <sub>2</sub>	U-stat.	p-érték
V67 <sup>†</sup>	Bankhitel bevonása.	SE	SU	3,500	0,094
V67 <sup>††</sup>	Bankhitel bevonása.	SE	LS	0,000	0,043
V67 <sup>††</sup>	Bankhitel bevonása.	SU	LS	1,000	0,026
V68	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott üzletrész vásárlásával.	SE	SU	8,000	0,513
V68	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott üzletrész vásárlásával.	SE	LS	1,000	0,105
V68 <sup>††</sup>	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott üzletrész vásárlásával.	SU	LS	1,500	0,029
V74	A befektetési összeg csepegtetése mérőföldkövek teljesítéséhez kötve.	SE	SU	4,500	0,118
V74 <sup>††</sup>	A befektetési összeg csepegtetése mérőföldkövek teljesítéséhez kötve.	SE	LS	0,000	0,034
V74 <sup>††</sup>	A befektetési összeg csepegtetése mérőföldkövek teljesítéséhez kötve.	SU	LS	0,000	<b>0,014<sup>φ</sup></b>
V86 <sup>††</sup>	Vétójog: felvásárlás, jelentősebb eszközzeladás vagy hitelfelvétel esetére.	SE	SU	3,500	0,022
V86	Vétójog: felvásárlás, jelentősebb eszközzeladás vagy hitelfelvétel esetére.	SE	LS	1,500	0,114
V86	Vétójog: felvásárlás, jelentősebb eszközzeladás vagy hitelfelvétel esetére.	SU	LS	10,500	1,000

\*Mann-Whitney-féle U-teszt; mintaelemszám: N<sub>SE</sub> = 3, N<sub>SU</sub> = 6, N<sub>LS</sub> = 4; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU = start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett, a „††” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 5\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

Megjegyzés: mivel a mintaelemszám,  $k = 3$ , így a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő korrigált szignifikancia szint  $\alpha = 5\%$  esetén,  $\alpha / 3 = 0,05 / 3 = 0,0167$  (1,67%). A Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő szignifikancia szint alatti p-értékeket a „ $\phi$ ” karakter jelöli.

*Forrás:* Saját kutatás

**16. táblázat: A kétmintás Mann-Whitney-féle U-tesztek eredményei a projektértékelési kritériumok között található V3-as és V8-as változókra vonatkozóan (befektetők korrigált csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Változó száma	A projektértékelési kritérium megnevezése	N <sub>1</sub>	N <sub>2</sub>	U-stat.	p-érték
V3	A projekt földrajzi elhelyezkedése	SE	SU2	3,000	0,150
V3	A projekt földrajzi elhelyezkedése	SE	LS	2,500	0,346
V3 <sup>†</sup>	A projekt földrajzi elhelyezkedése	SE	ST	0,000	0,076
V3	A projekt földrajzi elhelyezkedése	SU2	LS	5,500	0,491
V3 <sup>†</sup>	A projekt földrajzi elhelyezkedése	SU2	ST	1,000	0,094
V3 <sup>†</sup>	A projekt földrajzi elhelyezkedése	LS	ST	0,000	0,068
V8	A projekt vezetőjének van vállalkozói tapasztalata.	SE	SU2	3,000	0,112
V8 <sup>††</sup>	A projekt vezetőjének van vállalkozói tapasztalata.	SE	LS	0,000	0,025
V8	A projekt vezetőjének van vállalkozói tapasztalata.	SE	ST	3,000	1,000
V8 <sup>††</sup>	A projekt vezetőjének van vállalkozói tapasztalata.	SU2	LS	0,000	0,018
V8	A projekt vezetőjének van vállalkozói tapasztalata.	SU2	ST	2,000	0,180
V8 <sup>††</sup>	A projekt vezetőjének van vállalkozói tapasztalata.	LS	ST	0,000	0,046

\*Mann-Whitney-féle U-teszt; mintaelemszám: N<sub>SE</sub> = 3, N<sub>SU2</sub> = 4, N<sub>LS</sub> = 4; N<sub>ST</sub> = 2; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU2 = állami háterű befektetőket nem tartalmazó start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők, ST = állami háterű befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett, a „††” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 5\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

Megjegyzés: mivel a mintaelemszám,  $k = 4$ , így a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő korrigált szignifikancia szint  $\alpha = 5\%$  esetén,  $\alpha / 4 = 0,05 / 4 = 0,0125$  (1,25%). Nem volt olyan p-érték, mely a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő szignifikancia szint alatt lett volna.

*Forrás:* Saját kutatás

**17. táblázat: A kétmintás Mann-Whitney-féle U-tesztek eredményei a projektértékelési kritériumok között található V12-es, V20-as és V29-es változókra vonatkozóan (befektetők korrigált csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Változó száma	A projektértékelési kritérium megnevezése	N <sub>1</sub>	N <sub>2</sub>	U-stat.	p-érték
V12	Termék/szolgáltatás egy már létező piac szűkebb szegmensét szolgálja ki.	SE	SU2	4,500	0,242
V12 <sup>††</sup>	Termék/szolgáltatás egy már létező piac szűkebb szegmensét szolgálja ki.	SE	LS	0,000	0,034
V12	Termék/szolgáltatás egy már létező piac szűkebb szegmensét szolgálja ki.	SE	ST	3,000	1,000
V12	Termék/szolgáltatás egy már létező piac szűkebb szegmensét szolgálja ki.	SU2	LS	3,500	0,207
V12	Termék/szolgáltatás egy már létező piac szűkebb szegmensét szolgálja ki.	SU2	ST	3,000	0,334
V12 <sup>†</sup>	Termék/szolgáltatás egy már létező piac szűkebb szegmensét szolgálja ki.	LS	ST	0,000	0,068
V20 <sup>††</sup>	Prototípus már rendelkezésre áll.	SE	SU2	1,000	0,040
V20 <sup>††</sup>	Prototípus már rendelkezésre áll.	SE	LS	0,000	0,034
V20	Prototípus már rendelkezésre áll.	SE	ST	0,500	0,128
V20 <sup>††</sup>	Prototípus már rendelkezésre áll.	SU2	LS	0,000	0,018
V20	Prototípus már rendelkezésre áll.	SU2	ST	4,500	0,823
V20 <sup>†</sup>	Prototípus már rendelkezésre áll.	LS	ST	0,000	0,053
V29	A projektben az átlagosnál magasabb hozampotenciál rejlik.	SE	SU2	5,000	0,197
V29	A projektben az átlagosnál magasabb hozampotenciál rejlik.	SE	LS	4,000	0,814
V29	A projektben az átlagosnál magasabb hozampotenciál rejlik.	SE	ST	1,500	0,361
V29	A projektben az átlagosnál magasabb hozampotenciál rejlik.	SU2	LS	2,500	0,049
V29 <sup>††</sup>	A projektben az átlagosnál magasabb hozampotenciál rejlik.	SU2	ST	0,000	0,016
V29	A projektben az átlagosnál magasabb hozampotenciál rejlik.	LS	ST	1,000	0,197

\*Mann-Whitney-féle U-teszt; mintaelemszám: N<sub>SE</sub> = 3, N<sub>SU2</sub> = 4, N<sub>LS</sub> = 4; N<sub>ST</sub> = 2; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU2 = állami háttérű befektetőket nem tartalmazó start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők, ST = állami háttérű befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett, a „††” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 5\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

Megjegyzés: mivel a mintaelemszám,  $k = 4$ , így a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő korrigált szignifikancia szint  $\alpha = 5\%$  esetén,  $\alpha / 4 = 0,05 / 4 = 0,0125$  (1,25%). Nem volt olyan p-érték, mely a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő szignifikancia szint alatt lett volna.

*Forrás:* Saját kutatás

**18. táblázat: A kétmintás Mann-Whitney-féle U-tesztek eredményei a részletes átvilágítás tevékenységei között található V37-es és V44-es változókra vonatkozóan (befektetők korrigált csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Változó száma	A részletes átvilágítás egyes tevékenységeinek megnevezése	N <sub>1</sub>	N <sub>2</sub>	U-stat.	p-érték
V34	Külső szakértők felkérése piaci elemzések készítésére.	SE	SU2	7,000	0,870
V34 <sup>††</sup>	Külső szakértők felkérése piaci elemzések készítésére.	SE	LS	0,000	0,043
V34 <sup>†</sup>	Külső szakértők felkérése piaci elemzések készítésére.	SE	ST	0,000	0,076
V34 <sup>††</sup>	Külső szakértők felkérése piaci elemzések készítésére.	SU2	LS	1,000	0,044
V34 <sup>†</sup>	Külső szakértők felkérése piaci elemzések készítésére.	SU2	ST	0,500	0,073
V34	Külső szakértők felkérése piaci elemzések készítésére.	LS	ST	2,500	0,739
V44	A szabadalmi védettség vagy megszerezhetőségének ellenőrzése.	SE	SU2	3,000	0,121
V44 <sup>††</sup>	A szabadalmi védettség vagy megszerezhetőségének ellenőrzése.	SE	LS	0,000	0,025
V44	A szabadalmi védettség vagy megszerezhetőségének ellenőrzése.	SE	ST	1,500	0,221
V44 <sup>††</sup>	A szabadalmi védettség vagy megszerezhetőségének ellenőrzése.	SU2	LS	0,000	0,020
V44	A szabadalmi védettség vagy megszerezhetőségének ellenőrzése.	SU2	ST	4,000	0,676
V44 <sup>†</sup>	A szabadalmi védettség vagy megszerezhetőségének ellenőrzése.	LS	ST	0,000	0,053

\*Mann-Whitney-féle U-teszt; mintaelemszám: N<sub>SE</sub> = 3, N<sub>SU2</sub> = 4, N<sub>LS</sub> = 4; N<sub>ST</sub> = 2; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU2 = állami háttérű befektetőket nem tartalmazó start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők, ST = állami háttérű befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett, a „††” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 5\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

Megjegyzés: mivel a mintaelemszám, k = 4, így a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő korrigált szignifikancia szint  $\alpha = 5\%$  esetén,  $\alpha / 4 = 0,05 / 4 = 0,0125$  (1,25%). Nem volt olyan p-érték, mely a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő szignifikancia szint alatt lett volna.

*Forrás:* Saját kutatás

**19. táblázat: A kétmintás Mann-Whitney-féle U-tesztek eredményei a projektek értékeléséhez használt módszerek között található V47-es és V52-es változókra vonatkozóan (befektetők korrigált csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Változó száma	A projekt értékeléséhez használt módszer megnevezése	N <sub>1</sub>	N <sub>2</sub>	U-stat.	p-érték
V47 <sup>††</sup>	Diszkontált cash flow alapú értékelési modellek	SE	SU2	1,500	0,053
V47 <sup>†</sup>	Diszkontált cash flow alapú értékelési modellek	SE	LS	0,000	0,034
V47	Diszkontált cash flow alapú értékelési modellek	SE	ST	3,000	1,000
V47	Diszkontált cash flow alapú értékelési modellek	SU2	LS	7,000	0,877
V47	Diszkontált cash flow alapú értékelési modellek	SU2	ST	1,000	0,101
V47 <sup>†</sup>	Diszkontált cash flow alapú értékelési modellek	LS	ST	0,000	0,068
V52 <sup>††</sup>	Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	SE	SU2	0,000	0,023
V52 <sup>††</sup>	Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	SE	LS	0,000	0,043
V52 <sup>†</sup>	Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	SE	ST	0,000	0,076
V52	Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	SU2	LS	6,000	0,636
V52	Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	SU2	ST	3,500	0,539
V52	Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	LS	ST	1,000	0,197

\*Mann-Whitney-féle U-teszt; mintaelemszám: N<sub>SE</sub> = 3, N<sub>SU2</sub> = 4, N<sub>LS</sub> = 4; N<sub>ST</sub> = 2; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU2 = állami háttérű befektetőket nem tartalmazó start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők, ST = állami háttérű befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett, a „††” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 5\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

Megjegyzés: mivel a mintaelemszám, k = 4, így a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő korrigált szignifikancia szint  $\alpha = 5\%$  esetén,  $\alpha / 4 = 0,05 / 4 = 0,0125$  (1,25%). Nem volt olyan p-érték, mely a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő szignifikancia szint alatt lett volna. *Forrás:* Saját kutatás

**20. táblázat: A kétmintás Mann-Whitney-féle U-tesztek eredményei a projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők között található V64-es változóra vonatkozóan (befektetők csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Változó száma	A projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényező megnevezése	N <sub>1</sub>	N <sub>2</sub>	U-stat.	p-érték
V64 <sup>†</sup>	A projekt szakágazati hovatartozása	SE	SU2	2,000	0,072
V64	A projekt szakágazati hovatartozása	SE	LS	3,000	0,456
V64	A projekt szakágazati hovatartozása	SE	ST	2,000	0,414
V64 <sup>††</sup>	A projekt szakágazati hovatartozása	SU2	LS	1,000	0,040
V64	A projekt szakágazati hovatartozása	SU2	ST	2,000	0,180
V64	A projekt szakágazati hovatartozása	LS	ST	1,000	0,182

\*Mann-Whitney-féle U-teszt; mintaelemszám: N<sub>SE</sub> = 3, N<sub>SU2</sub> = 4, N<sub>LS</sub> = 4; N<sub>ST</sub> = 2; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU2 = állami háttérű befektetőket nem tartalmazó start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők, ST = állami háttérű befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett, a „††” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 5\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

Megjegyzés: mivel a mintaelemszám,  $k = 4$ , így a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő korrigált szignifikancia szint  $\alpha = 5\%$  esetén,  $\alpha / 4 = 0,05 / 4 = 0,0125$  (1,25%). Nem volt olyan p-érték, mely a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő szignifikancia szint alatt lett volna.

*Forrás:* Saját kutatás



**21. táblázat: A kétmintás Mann-Whitney-féle U-teszt eredményei az ügylet-strukturálással kapcsolatos állítások között található V67-es, V68-as, V72-es, V74-es és V86-os változókra vonatkozóan (befektetők korrigált csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Változó száma	Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítás	N <sub>1</sub>	N <sub>2</sub>	U-stat.	p-érték
V67	Bankhitel bevonása.	SE	SU2	3,000	0,158
V67 <sup>††</sup>	Bankhitel bevonása.	SE	LS	0,000	0,043
V67	Bankhitel bevonása.	SE	ST	0,500	0,128
V67 <sup>††</sup>	Bankhitel bevonása.	SU2	LS	1,000	0,046
V67	Bankhitel bevonása.	SU2	ST	4,500	0,839
V67 <sup>†</sup>	Bankhitel bevonása.	LS	ST	0,000	0,076
V68	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott üzletrész vásárlásával.	SE	SU2	4,000	0,217
V68	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott üzletrész vásárlásával.	SE	LS	1,000	0,105
V68	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott üzletrész vásárlásával.	SE	ST	2,000	0,414
V68 <sup>††</sup>	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott üzletrész vásárlásával.	SU2	LS	0,500	0,025
V68 <sup>†</sup>	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott üzletrész vásárlásával.	SU2	ST	1,000	0,074
V68	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott üzletrész vásárlásával.	LS	ST	1,000	0,197
V72	Életbiztosítás előírása a projekt kulcsbereknek.	SE	SU2	7,000	0,845
V72 <sup>†</sup>	Életbiztosítás előírása a projekt kulcsbereknek.	SE	LS	0,500	0,068
V72	Életbiztosítás előírása a projekt kulcsbereknek.	SE	ST	0,500	0,128
V72 <sup>†</sup>	Életbiztosítás előírása a projekt kulcsbereknek.	SU2	LS	2,000	0,072
V72 <sup>†</sup>	Életbiztosítás előírása a projekt kulcsbereknek.	SU2	ST	1,000	0,087
V72	Életbiztosítás előírása a projekt kulcsbereknek.	LS	ST	2,500	0,761
V74	A befektetési összeg csepegtetése mérföldkövek teljesítéséhez kötve.	SE	SU2	4,500	0,237
V74 <sup>††</sup>	A befektetési összeg csepegtetése mérföldkövek teljesítéséhez kötve.	SE	LS	0,000	0,034
V74 <sup>†</sup>	A befektetési összeg csepegtetése mérföldkövek teljesítéséhez kötve.	SE	ST	0,000	0,053
V74 <sup>††</sup>	A befektetési összeg csepegtetése mérföldkövek teljesítéséhez kötve.	SU2	LS	0,000	0,020
V74 <sup>†</sup>	A befektetési összeg csepegtetése mérföldkövek teljesítéséhez kötve.	SU2	ST	1,000	0,094
V74 <sup>†</sup>	A befektetési összeg csepegtetése mérföldkövek teljesítéséhez kötve.	LS	ST	0,000	0,076
V86 <sup>††</sup>	Vétójog: felvásárlás, jelentősebb mértékű eszközzeladás vagy hitelfelvétel esetére.	SE	SU2	2,500	0,049
V86	Vétójog: felvásárlás, jelentősebb mértékű eszközzeladás vagy hitelfelvétel esetére.	SE	LS	7,500	0,114
V86	Vétójog: felvásárlás, jelentősebb mértékű eszközzeladás vagy hitelfelvétel esetére.	SE	ST	1,000	0,182
V86	Vétójog: felvásárlás, jelentősebb mértékű eszközzeladás vagy hitelfelvétel esetére.	SU2	LS	7,500	1,000
V86	Vétójog: felvásárlás, jelentősebb mértékű eszközzeladás vagy hitelfelvétel esetére.	SU2	ST	5,000	1,000
V86	Vétójog: felvásárlás, jelentősebb mértékű eszközzeladás vagy hitelfelvétel esetére.	LS	ST	3,000	1,000

\*Mann-Whitney-féle U-teszt; mintaelemszám: N<sub>SE</sub> = 3, N<sub>SU2</sub> = 4, N<sub>LS</sub> = 4; N<sub>ST</sub> = 2; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU2 = állami háttérű befektetőket nem tartalmazó start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők, ST = állami háttérű befektetők. A „†” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 10\%$ )-os szignifikancia szint mellett, a „††” karakter jelentése: szignifikáns különbség ( $\alpha < 5\%$ )-os szignifikancia szint mellett.

Megjegyzés: mivel a mintaelemszám, k = 4, így a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő korrigált szignifikancia szint  $\alpha = 5\%$  esetén,  $\alpha / 4 = 0,05 / 4 = 0,0125$  (1,25%). Nem volt olyan p-érték, mely a Bonferroni-féle eljárásnak megfelelő szignifikancia szint alatt lett volna.

*Forrás:* Saját kutatás

## 10. számú melléklet: A Likert-skálás kérdőíves felmérés skálaértékeire lefuttatott klaszteranalízisek eredményei (befektetők eltérő tulajdonosi háttére)

Az 1., 4., 7., 10. és a 13. táblázatok a klaszteranalízisekbe bevont változókat mutatják témacsoportonként, míg a 2., 5., 8., 11. és 14. táblázatok a vizsgálatba bevont változók közötti korrelációs együtthatókat tartalmazzák. A változók kiválasztása kutatói döntésen, valamint a független hárommintás nemparaméteres próbák eredményein, valamint az egyes változókra adott skálaértékek közötti szóráson alapult. A kutatói döntést főképp az egyes skálaértékek közötti szórás határozta meg, minél magasabb volt ugyanis ennek a mértéke, annál inkább utalt arra, hogy a vizsgálatban szereplő befektetők nem alkotnak homogén csoportot. A 3., 6., 9., 12. és 15. táblázatok a lefuttatott klaszteranalízisek eredményeit mutatják azokra az esetekre, amikor a hierarchikus és a K-közép eljárással lefuttatott klasztervizsgálatok is ugyanarra két- vagy három klaszterből álló eredményhez vezettek.

### 1. táblázat: A projektértékelési kritériumok között szereplő és a klaszteranalízisbe bevont változók listája (befektetők csoportosítása eltérő tulajdonosi háttér szerint)

Változó	A projektértékelési kritérium megnevezése
V1	A projekt mérete
V3	A projekt földrajzi elhelyezkedése
V4	A benyújtott üzleti terv tartalma komplett, megfelel a követelményeknek.
V6	A menedzsment-csapat tagjai a főbb funkcionális területeket lefedik.
V8	A projekt vezetőjének van vállalkozói tapasztalata.
V10	A célpiac jelentős növekedési potenciállal rendelkezik.
V13	A célpiaccal kapcsolatban az alapkezelő releváns tapasztalatokkal rendelkezik.
V15	A termék/szolgáltatás piaci bevezetése előtt kevés az adminisztratív/egyéb akadály.
V16	Szabadalmi védetség alá vonható vagy már az alatt áll.
V19	Egyedi, csúcstechnológiát képvisel.
V20	Prototípus már rendelkezésre áll.
V21	Kidolgozott üzleti stratégiával rendelkezik.
V22	Múltbeli cash flow-ja stabil.
V23	Eladósodottsága alacsony.
V26	A projekt hasonlít az alapkezelő által korábban megvalósított sikeres tranzakciókhoz.
V27	A kiszállás 3-5 éven belül várhatóan megvalósítható.
V29	A projektben az átlagosnál magasabb hozampotenciál rejlik.

Forrás: saját kutatás

### 2. táblázat: Azon projektértékelési kritériumokat jelölő változók közötti korrelációs együtthatók értékei, melyeknél a hierarchikus és a K-közép eljárás szerinti klaszteranalízisek is ugyanazon klasztermegoldásokhoz vezettek

Változópár	Korrelációs együttható értéke (r)	Szignifikancia (kétoldali)	Változópár	Korrelációs együttható értéke (r)	Szignifikancia (kétoldali)
V1 és V3	0,508	0,076	V16 és V20	0,464	0,111
V1 és V4	-0,291	0,335	V19 és V20	0,559	0,047
V3 és V4	-0,07	0,819	V21 és V22	0,518	0,070
V6 és V8	0,374	0,208	V21 és V23	0,310	0,303
V10 és V13	0,014	0,963	V22 és V23	0,436	0,137
V10 és V15	-0,089	0,773	V26 és V27	0,285	0,344
V13 és V15	0,195	0,523	V26 és V29	0,217	0,477
V16 és V19	0,703	0,007	V27 és V29	0,471	0,104

Forrás: saját kutatás

**3. táblázat: A projektértékelési kritériumokat jelölő változókra lefuttatott azon klaszteranalízisek eredményei, melyeknél a hierarchikus és a K-közép eljárás szerinti vizsgálatok is ugyanazon klasztermegoldásokhoz vezettek (befektetők csoportosítása eltérő tulajdonosi háttér szerint)\***

Vizsgálatba bevont változók	1-es klaszter	2-es klaszter	3-as klaszter	Megjegyzés
V1, V3 és V4	(H); (J); (K); (F)	Összes többi 9 befektető	N/A	
V1 és V3	(L); (M); (K); (E)	(H); (I); (D); (F); (A)	(J); (G); (C); (B)	
V1 és V3	(H); (I); (D); (F); (A)	(M); (J); (L); (G); (C); (E); (B)	N/A	Kizárva: (K)
V3 és V4	(H); (J); (F)	(I); (L); (M); (C); (D); (E); (G); (A); (B)	N/A	Kizárva: (K)
V6 és V8	(H); (L); (L); (C); (E); (G); (F); (B);	(M); (J); (I); (K); (D); (A)	N/A	
V10, V13 és V15	(L); (I) (G); (D); (E); (A)	(M); (H) (C); (F); (B)	N/A	Kizárva: (J) és (K)
V10 és V13	(K); (L)	Összes többi 11 befektető	N/A	
V16, V19 és V20	(M); (H); (A)	(L); (G); (E); (F)	(J); (I) (K); (C); (D); (B)	
V16, V19 és V20	Összes többi 9 befektető	(L); (G) (E); (F)	N/A	
V16 és V19	(M); (I); (K); (C); (D); (B)	(H); (L) (G); (E) (F); (A)	N/A	Kizárva: (J)
V16 és V20	Összes többi 9 befektető	(L); (G) (E); (F)	N/A	
V19 és V20	Összes többi 9 befektető	(L); (G) (E); (F)	N/A	
V21, V22 és V23	(H); (J) (I); (K) (F); (A)	(M); (L) (G); (D) (E); (B)	N/A	Kizárva: (C)
V26, V27 és V29	(M); (H) (K); (G) (D); (E); (F); (B)	(L); (A)	(J); (I) (C)	
V26, V27 és V29	Összes többi 11 befektető	(L); (A)	N/A	
V26 és V27	(M); (G) (E); (B)	(H); (K) (D); (F) (A)	(J); (I) (C)	Kizárva: (L)
V26 és V27	(J); (I) (C); (A)	(M); (H) (K); (G) (D); (E) (F); (B)		Kizárva: (L)
V26 és V29	(M); (H) (K); (G) (D); (E) (F); (B)	(L); (A)	(J); (I) (C)	
V27 és V29	(M); (J) (L); (I) (G); (C) (E); (B)	(F); (A)	(H); (K) (D)	

\*Nem jött létre olyan klaszter, mely a kockázatotóke-befektetők tulajdonosi háttére szempontjából homogén lett volna.

*Forrás:* saját kutatás

**4. táblázat: A részletes átvilágítás tevékenységei között szereplő és a klaszteranalízisbe bevont változók listája (befektetők csoportosítása eltérő tulajdonosi háttér szerint)**

Változó	A részletes átvilágítás egyes tevékenységeinek megnevezése
V34	Külső szakértők felkérése piaci elemzések készítésére.
V37	Az elérhető vagy már meglévő vevők, szállítók, partnerek felkeresése.
V38	Együttműködési lehetőségek keresése a már portfólióban lévő projektekkel.
V40	Saját feltételezéseken alapuló pénzügyi előrejelzés készítése.
V41	Saját piaci értékelés készítése.
V42	A külföldi piacokra való belépés időzítésének feltérképezése.
V44	A szabadalmi védettség vagy a védettség megszerezhetőségének ellenőrzése.

*Forrás:* saját kutatás

**5. táblázat: Azon részletes átvilágítási tevékenységeket jelölő változók közötti korrelációs együtthatók értékei, melyeknél a hierarchikus és a K-közép eljárás szerinti klaszteranalízisek is ugyanazon klasztermegoldásokhoz vezettek**

Változópár	Korrelációs együttható értéke (r)	Szignifikancia (kétoldali)
V37 és V38	0,248	0,415
V40 és V41	0,726	0,005
V42 és V44	-0,186	0,542

*Forrás:* saját kutatás

**6. táblázat: A részletes átvilágítás tevékenységeit jelölő változókra lefuttatott azon klaszteranalízisek eredményei, melyeknél a hierarchikus és a K-közép eljárás szerinti vizsgálatok is ugyanazon klasztermegoldásokhoz vezettek (befektetők csoportosítása eltérő tulajdonosi háttér szerint)\***

Vizsgálatba bevont változók	1-es klaszter	2-es klaszter	3-as klaszter	Megjegyzés
V37 és V38	(M); (I); (K)	(H); (L) (G); (C) (E); (F)	(J); (D) (B); (A)	
V40 és V41	(L); (K)	(H); (I) (C); (D) (E); (B) (A)	(M); (J) (G); (F)	
V40 és V41	(M); (J); (K); (G); (F)	(H); (L) (I); (C); (D); (E) (B); (A)	N/A	
V42 és V44	(M); (G); (E); (F)	(H); (J); (K); (D); (B); (A)	(L); (I); (C)	
V42 és V44	(M); (G); (E); (F)	Összes többi 9 befektető	N/A	

\*Nem jött létre olyan klaszter, mely a kockázati-tőke-befektetők tulajdonosi háttére szempontjából homogén lett volna.

*Forrás:* saját kutatás

**7. táblázat: A projektek értékeléséhez használt módszerek között szereplő, és a klaszteranalízisbe bevont változók listája (befektetők csoportosítása eltérő tulajdonosi háttér szerint)**

Változó	A projekt értékeléséhez használt módszer
V47	Diszkontált cash flow alapú értékelési modellek
V52	Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés
V53	Árfolyam/nyereség (P/E) rátán alapuló szorzószámú értékelés
V54	Egy közelmúltbeli, hasonló tranzakció során alkalmazott érték felhasználása

*Forrás:* saját kutatás

**8. táblázat: Azon projektértékelési módszereket jelölő változók közötti korrelációs együtthatók értékei, melyeknél a hierarchikus és a K-közép eljárás szerinti klaszteranalízisek is ugyanazon klasztermegoldásokhoz vezettek**

Változópár	Korrelációs együttható értéke (r)	Szignifikancia (kétoldali)
V47 és V52	-0,399	0,177
V47 és V53	-0,059	0,847
V52 és V53	0,484	0,094
V47 és V54	0,000	1,000
V53 és V54	0,174	0,570

*Forrás:* saját kutatás

**9. táblázat: A projektek értékeléséhez használt módszereket jelölő változókra lefuttatott azon klaszteranalízisek eredményei, melyeknél a hierarchikus és a K-közép eljárás szerinti vizsgálatok is ugyanazon klasztermegoldásokhoz vezettek (befektetők csoportosítása eltérő tulajdonosi háttér szerint)\***

Vizsgálatba bevont változók	1-es klaszter	2-es klaszter	3-as klaszter	Megjegyzés
V47, V52 és V53	(H); (I); (D); (E); (A)	(L); (K); (C)	(M); (J) (G); (F)	Kizárva: (B)
V47 és V53	(I); (G); (E); (F)	(H); (L); (K); (C) (D); (A)	(M); (J)	Kizárva: (B)
V47 és V54	(K); (B); (H); (A); (L); (C)	(I); (G); (D); (E); (F)	N/A	Kizárva: (M) és (J)
V52 és V53	(M); (I); (G); (D); (E); (F) (A)	(H); (J); (L); (K); (C)	N/A	Kizárva: (B)
V53 és V54	(M); (G); (E)	(H); (L); (I); (K); (C); (D); (F)	(J); (A)	Kizárva: (B)

\*Nem jött létre olyan klaszter, mely a kockázattípus-befektetők tulajdonosi háttéré szemponyjából homogén lett volna.

*Forrás:* saját kutatás

**10. táblázat: A projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők között szereplő, és a klaszteranalízisbe bevont változók listája (befektetők csoportosítása eltérő tulajdonosi háttér szerint)**

Változó	A projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők
V56	Aktuális banki referenciakamatok szintje (pl.: BUBOR, EURIBOR)
V57	Előre megállapított hozamfelár
V63	A ráfordított idő és munka mennyisége és egyéb költségek
V65	A tervezett exit módja

*Forrás:* saját kutatás

**11. táblázat: Azon projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezőket jelölő változók közötti korrelációs együtthatók értékei, melyeknél a hierarchikus és a K-közép eljárás szerinti klaszteranalízisek is ugyanazon klasztermegoldásokhoz vezettek**

Változópár	Korrelációs együttható értéke (r)	Szignifikancia (kétoldali)
V56 és V57	0,292	0,334
V56 és V65	0,269	0,373
V57 és V65	-0,215	0,480
V57 és V63	-0,057	0,852
V63 és V65	0,220	0,471
V56 és V63	-0,191	0,532

*Forrás:* saját kutatás

**12. táblázat: A projektől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők között szereplő változókra lefuttatott azon klaszteranalízisek eredményei, melyeknél a hierarchikus és a K-közép eljárás szerinti vizsgálatok is ugyanazon klasztermegoldásokhoz vezettek (befektetők csoportosítása eltérő tulajdonosi háttér szerint)\***

Vizgálatba bevont változók	1-es klaszter	2-es klaszter	3-as klaszter	Megjegyzés
V56, V57 és V65	(M); (I); (K); (G); (C); (D) (E); (F)	(B); (A); (J); (L)	N/A	Kizárva: (H)
V57, V63 és V65	(M); (I); (K); (G); (C); (D); (E); (F)	(H); (L)	(J); (B); (A)	
V56 és V57	(M); (I); (K); (G); (C); (D); (E); (F)	(H); (J); (L); (B); (A)	N/A	
V56 és V57	(J); (L); (B); (A)	(I); (D); (E)	(K); (G); (C); (F)	Kizárva: (H); (M)
V56 és V57	(J); (L); (B); (A)	(I); (K); (G); (C); (D); (E); (F)	N/A	Kizárva: (H); (M)
V56 és V63	(I); (C); (E); (B); (A)	(H); (K); (G); (D); (F)	(M); (J); (L)	
V57 és V63	(M); (K); (G); (D); (F)	(H); (J); (L); (A)	(I); (C); (E); (B)	
V57 és V63	(M); (I); (K); (G); (C); (E); (F); (B)	(H); (J); (L); (D); (A)	N/A	
V57 és V65	(M); (I); (K); (G); (C); (D); (E); (F)	(H); (L)	(J); (B); (A)	
V57 és V65	(M); (I); (K); (G); (C); (D); (E); (F)	(H); (J); (L); (B); (A)	N/A	
V63 és V65	(I); (C); (E); (B); (A)	(H); (L); (K)	(M); (J); (G); (D); (F)	

\*Nem jött létre olyan klaszter, mely a kockázati-tőke-befektetők tulajdonosi háttére szempontjából homogén lett volna.

Forrás: saját kutatás

**13. táblázat: Az ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások között szereplő, és a klaszteranalízisbe bevont változók listája (befektetők csoportosítása eltérő tulajdonosi háttér szerint)**

Változó	Az ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások
V66	Tagi kölcsön nyújtása.
V67	Bankhitel bevonása.
V70	Előre meghatározott befektetési futamidő előírása.
V71	Előre meghatározott hozamkövetelmény előírása.
V74	A befektetési összeg csepegtetése mérföldkövek teljesítéséhez kötve.
V75	Többségi (50%+1 vagy több) tulajdonosi részesedés előírása.
V76	Képviselési jog előírása igazgatóságban, illetve vezető testületekben.
V80	Egyszeres megtérülési preferencia előírása (liquidation preference).
V81	Többszörös megtérülési preferencia előírása.
V89	Az eredeti tulajdonosok általi visszavásárlás előírása exitként.
V90	Az exit időpontjának meghatározása.

Forrás: saját kutatás

**14. táblázat: Azon ügyletstrukturálással kapcsolatos állításokat jelölő változók közötti korrelációs együtthatók értékei, melyeknél a hierarchikus és a K-közép eljárás szerinti klaszteranalízisek is ugyanazon klasztermegoldásokhoz vezettek**

Változópár	Korrelációs együttható értéke (r)	Szignifikancia (kétoldali)
V74 és V75	-0,246	0,418
V74 és V76	0,215	0,481
V75 és V76	0,409	0,166
V89 és V90	0,582	0,037

Forrás: saját kutatás

**15. táblázat: Az ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások között szereplő változókra lefuttatott azon klaszteranalízisek eredményei, melyeknél a hierarchikus és a K-közép eljárás szerinti vizsgálatok is ugyanazon klasztermegoldásokhoz vezettek (befektetők csoportosítása eltérő tulajdonosi háttér szerint)**

Vizsgálatba bevont változók	1-es klaszter	2-es klaszter	3-as klaszter	Megjegyzés
V74 és V75	(C); (E); (B) (A)	(G); (F)	(M); (H); (J); (L); (I); (K); (D)	
V74 és V75	Összes többi 11 befektető	(G); (F)	N/A	
V74 és V76	(M); (H); (J); (L); (I); (K); (C); (D); (B)	(G); (E); (F)	N/A	Kizárva: (A)
V75 és V76	Összes többi 9 befektető	(C); (E); (B); (A)	N/A	
<b>V89 és V90<sup>†</sup></b>	<b>Összes többi 11 befektető</b>	<b>(A); (B)</b>	N/A	

<sup>†</sup>Ezen változók esetében egy olyan klaszter jött létre, mely a kockázati-tőke-befektetők tulajdonosi háttére szempontjából homogén befektetői csoportot tartalmaz.

*Forrás:* saját kutatás

**16. táblázat: A V89-es és V90-es változók skálaértékeire (függő változók), valamint a lefuttatott klaszteranalízissel kapott klasztercentroidokra (független változók) végzett variancia- analízis eredménye (befektetők csoportosítása eltérő tulajdonosi háttér szerint)\***

Megnevezés	1-es klaszter	2-es klaszter	Teljes minta
Elemzés (V89 és V90)	Összes többi 11 befektető	(A); (B)	Mind a 13 befektető
Átlag (V89)	1,5455	4,0000	1,9231
Átlag (V90)	1,6364	4,0000	2,0000
Szórás (V89)	68,76%	0,00%	111,52%
Szórás (V90)	80,9%	0,00%	115,47%

\*A független változókat a hierarchikus klaszterezési eljárásnak minősülő Ward-eljárás szerint kapott klasztercentroidok jelentették.

*Forrás:* saját kutatás

## 11. számú melléklet: A Likert-skálás kérdőíves felmérés skálaértékeire lefuttatott klaszteranalízisek eredményei (befektetők eltérő életciklus preferenciája)

Az 1.-14. táblázatok a kutatásban résztvevő kockázati-ke-befektetők finanszírozásnál preferált vállalati életciklus szerinti eredeti csoportosítása szerinti klaszter eredményeket mutatják. Ennek megfelelően a klasztermegoldások száma maximum három lehetett. A 15.-36. táblázatok viszont már a befektetők preferált életciklus szerinti korrigált csoportosítása alapján kapott klaszter eredményeket mutatják, melynek során az állami háttérű befektetőket különálló csoportként kezeltem. Ennek megfelelően ezeknél a klaszterelemzéseknél vizsgáltam a négyklaszteres megoldásokat is.

### 1. táblázat: A projektértékelési kritériumok között szereplő és a klaszteranalízisbe bevont változók listája (befektetők csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)

Változó	A projektértékelési kritérium megnevezése
V2	A projekt ágazati hovatartozása
V3	A projekt földrajzi elhelyezkedése
V7	A benyújtott üzleti terv tartalma komplett, megfelel a követelményeknek.
V8	A projekt vezetőjének van vállalkozói tapasztalata.
V11	A termék/szolgáltatás egy még nem felfedezett piaci szükségletet elégítene ki.
V12	A termék/szolgáltatás egy már létező piac szűkebb szegmensét szolgálja ki.
V13	A célpiaccal kapcsolatban az alapkezelő releváns tapasztalatokkal rendelkezik.
V16	Szabadalmi védelem alá vonható vagy már az alatt áll.
V19	Egyedi, csúcstechnológiát képvisel.
V20	Prototípus már rendelkezésre áll.
V22	Múltbeli cash flow-ja stabil.
V23	Eladósodottsága alacsony.
V26	A projekt hasonlít az alapkezelő által korábban megvalósított sikeres tranzakciókhoz.
V27	A kiszállás 3-5 éven belül várhatóan megvalósítható.

*Forrás:* saját kutatás

### 2. táblázat: Azon projektértékelési kritériumokat jelölő változók közötti korrelációs együtthatók értékei, melyeknél a hierarchikus és a K-közép eljárás szerinti klaszteranalízisek is ugyanazon klasztermegoldásokhoz vezettek

Változópár	Korrelációs együttható értéke (r)	Szignifikancia (kétoldali)
V7 és V8	0,000	1,000
V11 és V12	-0,309	0,305
V16 és V19	0,703	0,007
V16 és V20	0,464	0,111
V19 és V20	0,559	0,047
V22 és V23	0,436	0,137
V26 és V27	0,285	0,344

*Forrás:* saját kutatás



**3. táblázat: A projektértékelési kritériumokat jelölő változókra lefuttatott azon klaszteranalízisek eredményei, melyeknél a hierarchikus és a K-közép eljárás szerinti vizsgálatok is ugyanazon klasztermegoldásokhoz vezettek (befektetők csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Vizsgálatba bevont változók	1-es klaszter	2-es klaszter	3-as klaszter	Megjegyzés
V7 és V8	(M); (J); (I); (G); (D); (E); (A)	(H); (L); (K); (C); (F); (B)	N/A	
V11 és V12	(M); (H); (L); (K); (C); (D); (B); (A)	(J); (I); (G); (E); (F)	N/A	
V16, V19 és V20	(M); (H); (A)	(L); (G); (E); (F)	(J); (I); (K); (C); (D); (B)	
V16, V19 és V20	Összes többi 9 befektető	(L); (G); (E); (F)	N/A	
V16 és V19	(M); (J); (I); (K); (C); (D); (B)	(H); (L); (G); (E); (F); (A)	N/A	
V16 és V19	(M); (I); (K); (C); (D); (B)	(H); (L); (G); (E); (F); (A)	N/A	Kizárva: (J)
V16 és V20	Összes többi 9 befektető	(L); (G); (E); (F)	N/A	
V19 és V20	Összes többi 9 befektető	(L); (G); (E); (F)	N/A	
V26 és V27	(M); (H); (K); (G); (D); (E); (F); (B)	(J); (I); (C); (A)	N/A	Kizárva: (L)
V26 és V27	(D); (F); (H); (A); (K)	(G); (E); (M); (B)	(J); (I); (C)	

\*Nem jött létre olyan klaszter, mely a kockázatitőke-befektetők által, a finanszírozásnál preferált vállalati életciklus szempontjából homogén lett volna.

*Forrás:* saját kutatás

**4. táblázat: A részletes átvilágítás tevékenységei között szereplő és a klaszteranalízisbe bevont változók listája (befektetők csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)**

Változó	A részletes átvilágítás egyes tevékenységeinek megnevezése
V33	Független könyvvizsgáló bevonása.
V34	Külső szakértők felkérése piaci elemzések készítésére.
V37	Az elérhető vagy már meglévő vevők, szállítók, partnerek felkeresése.
V39	Annak felmérése, hogy az új befektetés hogyan befolyásolná a meglévő befektetői portfólió kockázatát.
V40	Saját feltételezéseken alapuló pénzügyi előrejelzés készítése.
V41	Saját piaci értékelés készítése.
V44	A szabadalmi védettség vagy a védettség megszerezhetőségének ellenőrzése.
V45	Az eredetileg igényelt befektetési összeg felülvizsgálata, illetve módosítása.

*Forrás:* saját kutatás

**5. táblázat: Azon részletes átvilágítási tevékenységeket jelölő változók közötti korrelációs együtthatók értékei, melyeknél a hierarchikus és a K-közép eljárás szerinti klaszteranalízisek is ugyanazon klasztermegoldásokhoz vezettek**

Változópár	Korrelációs együttható értéke (r)	Szignifikancia (kétoldali)
V33 és V34	0,388	0,190
V37 és V39	-0,079	0,798
V40 és V41	0,726	0,005

*Forrás:* saját kutatás

**6. táblázat: A részletes átvilágítás tevékenységeit jelölő változókra lefuttatott azon klaszteranalízisek eredményei, melyeknél a hierarchikus és a K-közép eljárás szerinti vizsgálatok is ugyanazon klasztermegoldásokhoz vezettek (befektetők csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Vizsgálatba bevont változók	1-es klaszter	2-es klaszter	3-as klaszter	Megjegyzés
V33 és V34	Összes többi 10 befektető	(H); (K); (D)	N/A	
V37 és V39	(M); (J); (I); (K); (D); (B); (A)	(H); (L); (G); (C); (E); (F)	N/A	
V40 és V41	(L); (K)	(H); (I); (C); (D); (E); (B); (A)	(M); (J); (G); (F)	
V40 és V41	(M); (J); (K); (G); (F)	(H); (L); (I); (C); (D); (E); (B); (A)	N/A	

\*Nem jött létre olyan klaszter, mely a kockázati tőke-befektetők által, a finanszírozásnál preferált vállalati életciklus szempontjából homogén lett volna.

*Forrás:* saját kutatás

**7. táblázat: A projektek értékeléséhez használt módszerek között szereplő, és a klaszteranalízisbe bevont változók listája (befektetők csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)**

Változó	A projekt értékeléséhez használt módszer
V47	Diszkontált cash flow alapú értékelési modellek
V48	Osztalékáram-alapú értékelés
V52	Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés
V53	Árfolyam/nyereség (P/E) rátán alapuló szorzószámú értékelés

*Forrás:* saját kutatás

**8. táblázat: Azon projektértékelési módszereket jelölő változók közötti korrelációs együtthatók értékei, melyeknél a hierarchikus és a K-közép eljárás szerinti klaszteranalízisek is ugyanazon klasztermegoldásokhoz vezettek**

Változópár	Korrelációs együttható értéke (r)	Szignifikancia (kétoldali)
V47 és V48	-0,512	0,074
V52 és V53	0,484	0,094

*Forrás:* saját kutatás

**9. táblázat: A projektek értékeléséhez használt módszereket jelölő változókra lefuttatott azon klaszteranalízisek eredményei, melyeknél a hierarchikus és a K-közép eljárás szerinti vizsgálatok is ugyanazon klasztermegoldásokhoz vezettek (befektetők csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Vizsgálatba bevont változók	1-es klaszter	2-es klaszter	3-as klaszter	Megjegyzés
V47 és V48	(H); (L); (I); (K); (C); (D); (E); (B); (A)	(J); (G); (F)	N/A	Kizárva: (M)
V52 és V53	(M); (I); (G); (D); (E); (F); (A)	(H); (J); (L); (K); (C)	N/A	Kizárva: (B)

\*Nem jött létre olyan klaszter, mely a kockázati tőke-befektetők által, a finanszírozásnál preferált vállalati életciklus szempontjából homogén lett volna.

*Forrás:* saját kutatás

**10. táblázat: A projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők között szereplő, és a klaszteranalízisbe bevont változók listája (befektetők csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Változó	A projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők
V57	Előre megállapított hozamfelár
V58	A befektetés várható futamideje
V59	A megszerezhető tulajdoni részesedés

\*A vizsgálatokat négyféle változókombinációra futtattam le: V57, V58 és V59 együtt, V57 és V58 együtt, V57 és V59 együtt, valamint V58 és V59 együtt. Megerősítés egyik esetben sem történt, a K-közép eljárással kapott klasztermegoldások nem igazolták vissza a hierarchikus eljárás klasztermegoldásait.

*Forrás:* saját kutatás

**11. táblázat: Az ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások között szereplő, és a klaszteranalízisbe bevont változók listája (befektetők csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)**

Változó	Az ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások
V67	Bankhitel bevonása.
V68	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott üzletrész vásárlásával.
V70	Előre meghatározott befektetési futamidő előírása.
V72	Életbiztosítás előírása a projekt kulcsembereinek.
V74	A befektetési összeg csepegtetése mérföldkövek teljesítéséhez kötve.
V75	Többségi (50%+1 vagy több) tulajdonosi részesedés előírása.
V78	Az alapítók részesedésének fokozatos visszajuttatása adott idő alatt (vesting).
V84	Többszörös megtérülési preferencia előírása.

*Forrás:* saját kutatás

**12. táblázat: Azon ügyletstrukturálással kapcsolatos állításokat jelölő változók közötti korrelációs együtthatók értékei, melyeknél a hierarchikus és a K-közép eljárás szerinti klaszteranalízisek is ugyanazon klasztermegoldásokhoz vezettek**

Változópár	Korrelációs együttható értéke (r)	Szignifikancia (kétoldali)
V67 és V68	-0,576	0,039
V70 és V72	0,114	0,711
V72 és V74	-0,580	0,038
V75 és V78	-0,250	0,411
V75 és V84	0,338	0,258
V78 és V84	-0,397	0,179

*Forrás:* saját kutatás

**13. táblázat: Az ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások között szereplő változókra lefuttatott azon klaszteranalízisek eredményei, melyeknél a hierarchikus és a K-közép eljárás szerinti vizsgálatok is ugyanazon klasztermegoldásokhoz vezettek (befektetők csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Vizsgálatba bevont változók	1-es klaszter	2-es klaszter	3-as klaszter	Megjegyzés
V67 és V68	(M); (G); (E); (F); (A)	(H); (J); (L); (I); (K); (C); (D); (B)	N/A	
V70 és V72	(M); (H); (J); (K); (B)	(L); (C); (D)	(I); (G); (E); (F); (A)	
V70 és V72	Összes többi 10 befektető	(L); (C); (D)	N/A	
V72 és V74	Összes többi 9 befektető	(G); (E); (F); (A)	N/A	
V72 és V74 <sup>†</sup>	(M); (H); (J); (L); (I); (K); (C); (D); (B)	(G); (E); (F)	N/A	Kizárva: (A)
V75 és V78	(L); (I); (M); (D); (C); (A)	(J); (E); (B); (K); (F); (H); (G)	N/A	
V75 és V84	(I); (C); (E); (B); (A)	(M); (H); (J); (L); (K); (G); (D); (F)	N/A	
V78 és V84	(M); (L); (I); (C); (D); (A)	(H); (J); (G)	(K); (E); (F); (B)	

<sup>†</sup> Ezen változók esetében egy olyan klaszter jött létre, mely a kockázati-tőke-befektetők által, a finanszírozásnál preferált vállalati életciklus szempontjából homogén befektetői csoportot tartalmaz.

*Forrás:* saját kutatás

**14. táblázat: A V72-es és V74-es változók skálaértékeire (függő változók), valamint a lefuttatott klaszteranalízissel kapott klasztercentroidokra (független változók) végzett variancia- analízis eredménye (befektetők csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Megnevezés	1-es klaszter	2-es klaszter	Teljes minta
Elemzés (V72 és V74)	(M); (H); (J); (L); (I); (K); (C); (D); (B)	(G); (E); (F)	12 befektető, kizárva: (A)
Átlag (V72)	1,4444	2,6667	1,7500
Átlag (V74)	4,6667	1,6667	3,9167
Szórás (V72)	0,7265	0,5774	0,8660
Szórás (V74)	0,5000	0,5774	1,4434

\*A független változókat a hierarchikus klaszterezési eljárásnak minősülő Ward-eljárás szerint kapott klasztercentroidok jelentették. *Forrás:* saját kutatás

**15. táblázat: A projektértékelési kritériumok között szereplő és a klaszteranalízisbe bevont változók listája (befektetők korrigált csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)**

Változó	A projektértékelési kritérium megnevezése
V2	A projekt ágazati hovatartozása
V3	A projekt földrajzi elhelyezkedése
V7	A benyújtott üzleti terv tartalma komplett, megfelel a követelményeknek.
V8	A projekt vezetőjének van vállalkozói tapasztalata.
V11	A termék/szolgáltatás egy még nem felfedezett piaci szükségletet elégítene ki.
V12	A termék/szolgáltatás egy már létező piac szűkebb szegmensét szolgálja ki.
V13	A célpiaccal kapcsolatban az alapkezelő releváns tapasztalatokkal rendelkezik.
V16	Szabadalmi védettség alá vonható vagy már az alatt áll.
V19	Egyedi, csúcstechnológiát képvisel.
V20	Prototípus már rendelkezésre áll.
V22	Múltbeli cash flow-ja stabil.
V23	Eladósodottsága alacsony.
V26	A projekt hasonlít az alapkezelő által korábban megvalósított sikeres tranzakciókhoz.
V27	A kiszállás 3-5 éven belül várhatóan megvalósítható.
V29	A projektben az átlagnál magasabb hozampotenciál rejlik.

*Forrás:* saját kutatás

**16. táblázat: Azon projektértékelési kritériumokat jelölő változók közötti korrelációs együtthatók értékei, melyeknél a hierarchikus és a K-közép eljárás szerinti klaszteranalízisek is ugyanazon klasztermegoldásokhoz vezettek**

Változópár	Korrelációs együttható értéke (r)	Szignifikancia (kétoldali)
V7 és V8	0,000	1,000
V11 és V12	-0,309	0,305
V12 és V13	-0,016	0,959
V16 és V20	0,464	0,111
V19 és V20	0,559	0,047
V26 és V27	0,285	0,344
V26 és V29	0,217	0,477
V27 és V29	0,471	0,104

Forrás: saját kutatás

**17. táblázat: A projektértékelési kritériumokat jelölő változókra lefuttatott azon klaszteranalízisek eredményei, melyeknél a hierarchikus és a K-közép eljárás szerinti vizsgálatok is ugyanazon klasztermegoldásokhoz vezettek (befektetők korrigált csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Vizsgálatba bevont változók	1-es klaszter	2-es klaszter	3-as klaszter	4-es klaszter	Megjegyzés
V7 és V8	(M); (J); (I); (G); (D); (E); (A)	(H); (L); (K); (C); (F); (B)	N/A	N/A	
V11 és V12	(M); (H); (L); (K); (C); (D); (B); (A)	(J); (I); (G); (E); (F)	N/A	N/A	
V12 és V13	(M); (H); (C); (D); (B); (A)	(L); (K)	(J); (I); (G); (E); (F)	N/A	
V12 és V13	Összes többi 11 befektető	(L); (K)	N/A	N/A	
V16 és V20	Összes többi 9 befektető	(L); (G); (E); (F)	N/A	N/A	
V19 és V20	Összes többi 9 befektető	(L); (G); (E); (F)	N/A	N/A	
V19 és V20	(M); (J); (B)	(H); (A)	(I); (C); (D)	(L); (G); (E); (F)	Kizárva: (K)
V19 és V20	(M); (H); (J); (I); (C); (D); (B); (A)	(L); (G); (E); (F)	N/A	N/A	Kizárva: (K)
V26, V27 és V29	(M); (H); (K); (G); (D); (E); (F); (B)	(L); (A)	(J); (I); (C)	N/A	
V26, V27 és V29	Összes többi 11 befektető	(L); (A)	N/A	N/A	
V26 és V27	(M); (G); (E); (B)	(H); (K); (D); (F); (A)	(J); (I); (C)	N/A	Kizárva: (L)
V26 és V27	(J); (I); (C); (A)	Összes többi 9 befektető	N/A	N/A	Kizárva: (L)
V26 és V29	(M); (H); (K); (G); (D); (E); (F); (B)	(L); (A)	(J); (I); (C)	N/A	
V27 és V29	(M); (J); (I); (G); (C); (E); (B)	(F); (A)	(H); (K); (D)	N/A	Kizárva: (A)

\*Nem jött létre olyan klaszter, mely a kockázati-tőke-befektetők által, a finanszírozásnál preferált vállalati életciklus szempontjából homogén lett volna (még akkor sem, ha az állami befektetők elkülönítésre kerülnek a start-up befektetőktől).

Forrás: saját kutatás

**18. táblázat: A részletes átvilágítás tevékenységei között szereplő és a klaszteranalízisbe bevont változók listája (befektetők korrigált csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)**

Változó	A részletes átvilágítás egyes tevékenységeinek megnevezése
V33	Független könyvvizsgáló bevonása.
V34	Külső szakértők felkérése piaci elemzések készítésére.
V37	Az elérhető vagy már meglévő vevők, szállítók, partnerek felkeresése.
V38	Együttműködési lehetőségek keresése a már portfólióban lévő projektekkel.
V39	Annak felmérése, hogy az új befektetés hogyan befolyásolná a meglévő befektetői portfólió kockázatát.
V40	Saját feltételezéseken alapuló pénzügyi előrejelzés készítése.
V41	Saját piaci értékelés készítése.
V42	A külföldi piacokra való belépés időzítésének feltérképezése.
V44	A szabadalmi védettség vagy a védettség megszerezhetőségének ellenőrzése.
V45	Az eredetileg igényelt befektetési összeg felülvizsgálata, illetve módosítása.

*Forrás:* saját kutatás

**19. táblázat: Azon részletes átvilágítási tevékenységeket jelölő változók közötti korrelációs együtthatók értékei, melyeknél a hierarchikus és a K-közép eljárás szerinti klaszteranalízisek is ugyanazon klasztermegoldásokhoz vezettek**

Változópár	Korrelációs együttható értéke (r)	Szignifikancia (kétoldali)
V33 és V34	0,388	0,190
V37 és V38	0,248	0,415
V37 és V39	-0,079	0,798
V38 és V39	0,145	0,636
V40 és V41	0,726	0,005
V40 és V42	-0,247	0,416
V41 és V42	-0,423	0,150
V44 és V45	0,579	0,038

*Forrás:* saját kutatás

**20. táblázat: A részletes átvilágítás tevékenységeit jelölő változókra lefuttatott azon klaszteranalízisek eredményei, melyeknél a hierarchikus és a K-közép eljárás szerinti vizsgálatok is ugyanazon klasztermegoldásokhoz vezettek (befektetők korrigált csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Vizsgálatba bevont változók	1-es klaszter	2-es klaszter	3-as klaszter	4-es klaszter	Megjegyzés
V33 és V34	Összes többi 10 befektető	(H); (K); (D)	N/A	N/A	
V37, V38 és V39	(M); (K); (B)	(H); (L); (I); (G); (E); (F)	(J); (D); (A)	N/A	Kizárva: (C)
V37 és V38	(M); (I); (K)	(H); (L); (G); (C); (E); (F)	(J); (D); (B); (A)	N/A	
V37 és V38	(M); (I); (K)	(H); (L); (G); (E); (F)	(J); (D); (B); (A)	N/A	Kizárva: (C)
V37 és V38	(J); (D); (B); (A)	(M); (I); (K); (H); (L); (G); (E); (F)	N/A	N/A	Kizárva: (C)
V37 és V39	(H); (L); (G); (C); (E); (F)	(M); (J); (I); (K); (D); (B); (A)	N/A	N/A	
V37 és V39	(H); (L); (G); (E); (F)	(M); (J); (I); (K); (D); (B); (A)	N/A	N/A	Kizárva: (C)
V38 és V39	(M); (K)	(C); (B)	(J); (G); (D); (A)	(H); (L); (I); (E); (F)	
V40 és V42	(M); (J); (G); (F)	Összes többi 9 befektető	N/A	N/A	
V41 és V42	(M); (L)	(H); (D); (A)	(J); (K); (G); (F)	(I); (C); (E); (B)	
V41 és V42	(M); (J); (L); (K); (G); (F)	(H); (I); (C); (D); (E); (B); (A)	N/A	N/A	
V44 és V45 <sup>†</sup>	(H); (L); (K); (C); (D); (B)	(I); (A); (J)	(G); (E); (F)	N/A	Kizárva: (M)

<sup>†</sup> Ezen változók esetében egy olyan klaszter jött létre, mely a kockázattitoke-befektetők által, a finanszírozásnál preferált vállalati életciklus szempontjából homogén befektetői csoportot tartalmaz. *Forrás:* saját kutatás

**21. táblázat: A V44-es és V45-ös változók skálaértékeire (függő változók), valamint a lefuttatott klaszteranalízissel kapott klasztercentroidokra (független változók) végzett varianciaanalízis eredménye (befektetők korrigált csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Megnevezés	1-es klaszter	2-es klaszter	3-as klaszter	Teljes minta
Elemzés (V44 és V45)	(H); (L); (K); (C); (D); (B)	(I); (A); (J)	(G); (E); (F)	12 befektető, kizárva: (M)
Átlag (V44)	4,8333	4,3333	2,0000	4,0000
Átlag (V45)	4,6667	3,0000	3,0000	3,8333
Szórás (V44)	0,4083	0,5774	0,0000	1,2792
Szórás (V45)	0,5164	0,0000	0,0000	0,9374

\*A független változókat a hierarchikus klaszterezési eljárásnak minősülő Ward-eljárás szerint kapott klasztercentroidok jelentették.

*Forrás:* saját kutatás

**22. táblázat: A projektek értékeléséhez használt módszerek között szereplő, és a klaszteranalízisbe bevont változók listája (befektetők korrigált csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)**

Változó	A projekt értékeléséhez használt módszer
V47	Diszkontált cash flow alapú értékelési modellek
V52	Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés
V53	Árfolyam/nyereség (P/E) rátán alapuló szorzószámú értékelés

*Forrás:* saját kutatás

**23. táblázat: Azon projektértékelési módszereket jelölő változók közötti korrelációs együtthatók értékei, melyeknél a hierarchikus és a K-közép eljárás szerinti klaszteranalízisek is ugyanazon klasztermegoldásokhoz vezettek**

Változópár	Korrelációs együttható értéke (r)	Szignifikancia (kétoldali)
V47 és V52	-0,399	0,177
V47 és V53	-0,059	0,847
V52 és V53	0,484	0,094

*Forrás:* saját kutatás

**24. táblázat: A projektek értékeléséhez használt módszereket jelölő változókra lefuttatott azon klaszteranalízisek eredményei, melyeknél a hierarchikus és a K-közép eljárás szerinti vizsgálatok is ugyanazon klasztermegoldásokhoz vezettek (befektetők korrigált csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)**

Vizsgálatba bevont változók	1-es klaszter	2-es klaszter	3-as klaszter	4-es klaszter	Megjegyzés
V47, V52 és V53 <sup>†</sup>	(H); (I); (D); (E); (A)	(L); (K); (C)	(M); (J); (G); (F)	N/A	Kizárva: (B)
V47 és V53	(I); (G); (E); (F)	(H); (L); (K); (C); (D); (A)	(M) (J)	N/A	Kizárva: (B)
V52 és V53	(M); (I); (G); (D); (E); (F); (A)	(H); (J); (L); (K); (C)	N/A	N/A	Kizárva: (B)

<sup>†</sup> Ezen változók esetében egy olyan klaszter jött létre, mely a kockázati befektetők által, a finanszírozásnál preferált vállalati életciklus szempontjából homogén befektetői csoportot tartalmaz.

*Forrás:* saját kutatás

**25. táblázat: A V47-es, V52-es és V53-as változók skálaértékeire (függő változók), valamint a lefuttatott klaszteranalízissel kapott klasztercentroidokra (független változók) végzett varianciaanalízis eredménye (befektetők korrigált csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Megnevezés	1-es klaszter	2-es klaszter	3-as klaszter	Teljes minta
Elemzés (V47, V52 és V53)	(H); (I); (D); (E); (A)	(L); (K); (C)	(M); (J); (G); (F)	12 befektető, kizárva: (B)
Átlag (V47)	2,5000	4,4000	5,0000	3,9167
Átlag (V52)	4,0000	3,8000	1,6667	3,3333
Átlag (V53)	2,0000	1,6000	1,0000	1,5833
Szórás (V47)	0,5774	0,5477	0,0000	1,1645
Szórás (V52)	0,8165	0,8367	0,5774	1,2309
Szórás (V53)	0,8165	0,8944	0,0000	0,7930

\*A független változókat a hierarchikus klaszterezési eljárásnak minősülő legtávolabbi szomszéd elve szerint kapott klasztercentroidok jelentették.

*Forrás:* saját kutatás

**26. táblázat: A projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők között szereplő, és a klaszteranalízisbe bevont változók listája (befektetők korrigált csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Változó	A projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők
V55	Aktuális makrogazdasági állapot, gazdasági feltételek
V56	Aktuális banki referenciakamatok szintje (pl.: BUBOR, EURIBOR)
V57	Előre megállapított hozamfelár
V58	A befektetés várható futamideje
V61	A projekt életszakasza
V63	A ráfordított idő és munka mennyisége és egyéb költségek

*Forrás:* saját kutatás

**27. táblázat: Azon projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezőket jelölő változók közötti korrelációs együtthatók értékei, melyeknél a hierarchikus és a K-közép eljárás szerinti klaszteranalízisek is ugyanazon klasztermegoldásokhoz vezettek**

Változópár	Korrelációs együttható értéke (r)	Szignifikancia (kétoldali)
V55 és V56	0,218	0,475
V61 és V63	-0,319	0,288

*Forrás:* saját kutatás

**28. táblázat: A projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezőket jelölő változókra lefuttatott azon klaszteranalízisek eredményei, melyeknél a hierarchikus és a K-közép eljárás szerinti vizsgálatok is ugyanazon klasztermegoldásokhoz vezettek (befektetők korrigált csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Vizsgálatba bevont változók	1-es klaszter	2-es klaszter	3-as klaszter	4-es klaszter	Megjegyzés
V55 és V56	(M); (H); (I); (K); (G); (C); (D)	(E); (F); (A)	(M); (L); (B)	N/A	Kizárva: (J)
V61 és V63	(M); (H); (J); (L); (G); (D)	(I); (K); (C); (E); (F); (B); (A)	N/A	N/A	

\*Nem jött létre olyan klaszter, mely a kockázati-tőke-befektetők által, a finanszírozásnál preferált vállalati életciklus szempontjából homogén lett volna (figyelembe véve, hogy az állami befektetők elkülönítésre kerültek a start-up befektetőktől).

*Forrás:* saját kutatás



**29. táblázat: Az ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások között szereplő, és a klaszteranalízisbe bevont változók listája (befektetők korrigált csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)**

Változó	Az ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások
V67	Bankhitel bevonása.
V68	Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott üzletrész vásárlásával.
V70	Előre meghatározott befektetési futamidő előírása.
V71	Előre meghatározott hozamkövetelmény előírása.
V72	Életbiztosítás előírása a projekt kulcsembereinek.
V74	A befektetési összeg csepegtetése mérföldkövek teljesítéséhez kötve.
V75	Többségi (50%+1 vagy több) tulajdonosi részesedés előírása.
V76	Képviselési jog előírása igazgatóságban, illetve vezető testületekben.
V78	Az alapítók részesedésének fokozatos visszajuttatása adott idő alatt (vesting).
V79	Az alapítói részesedés csökkentése, ha az alapító idő előtt távozik (reverse vesting).
V80	Egyszeres megtérülési preferencia előírása (liquidation preference).
V81	Többszörös megtérülési preferencia előírása.
V88	Nem megfelelő teljesítmény esetén a befektető kikényszerítheti részesedésének visszavásárlását az alapítók által.
V89	Az eredeti tulajdonosok általi visszavásárlás előírása exitként.
V90	Az exit időpontjának meghatározása.

*Forrás:* saját kutatás

**30. táblázat: Azon ügyletstrukturálással kapcsolatos állításokat jelölő változók közötti korrelációs együtthatók értékei, melyeknél a hierarchikus és a K-közép eljárás szerinti klaszteranalízisek is ugyanazon klasztermegoldásokhoz vezettek**

Változópár	Korrelációs együttható értéke (r)	Szignifikancia (kétoldali)
V67 és V68	-0,576	0,039
V72 és V74	-0,580	0,038
V75 és V76	0,409	0,166
V78 és V84	-0,397	0,179
V88 és V89	0,409	0,165
V89 és V90	0,582	0,037
V88 és V90	0,395	0,181

*Forrás:* saját kutatás

**31. táblázat: Az ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások között szereplő változókra lefuttatott azon klaszteranalízisek eredményei, melyeknél a hierarchikus és a K-közép eljárás szerinti vizsgálatok is ugyanazon klasztermegoldásokhoz vezettek (befektetők korrigált csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Vizsgálatba bevont változók	1-es klaszter	2-es klaszter	3-as klaszter	4-es klaszter	Megjegyzés
V67 és V68	(M); (G); (E); (F); (A)	(H); (J); (L); (I); (K); (C); (D); (B)	N/A	N/A	
V67 és V68	(M); (E); (F); (A)	(H); (J); (L); (I); (K); (C); (D); (B)	N/A	N/A	Kizárva: (G)
V72 és V74	(G); (E); (F); (A)	Összes többi 9 befektető	N/A	N/A	
V72 és V74 <sup>†</sup>	(M); (H); (J); (L); (C); (D); (B)	(I); (K)	(G); (E); (F)	N/A	Kizárva: (A)
V72 és V74 <sup>†</sup>	(M); (H); (J); (L); (C); (D); (B); (I); (K)	(G); (E); (F)	N/A	N/A	Kizárva: (A)
V75 és V76	(C); (E); (B); (A)	Összes többi 9 befektető	N/A	N/A	
V75 és V76	(C); (B)	(M); (H); (J); (L); (I); (E)	(K); (G); (D); (F)	N/A	Kizárva: (A)
V75 és V76	(M); (H); (J); (L); (I); (E); (C); (B)	(K); (G); (D); (F)	N/A	N/A	Kizárva: (A)
V78 és V84	(M); (L); (K); (A)	(H); (J); (G)	(I); (C)	(K); (E); (F); (B)	
V78 és V84	(I); (C); (M); (D); (L); (A)	(H); (G); (J)	(K); (E); (F); (B)	N/A	
V88, V89 és V90	Összes többi 10 befektető	(K); (B); (A)	N/A	N/A	
V88, V89 és V90 <sup>†</sup>	(M); (H); (J); (L); (I); (G); (C); (D); (E); (F)	(B); (A)	N/A	N/A	Kizárva: (K)
V88 és V89	Összes többi 10 befektető	(K); (B); (A)	N/A	N/A	
V88 és V89 <sup>†</sup>	(M); (H); (J); (L); (I); (G); (C); (D); (E); (F)	(B); (A)	N/A	N/A	Kizárva: (K)
V89 és V90 <sup>†</sup>	Összes többi 11 befektető	(B); (A)	N/A	N/A	

<sup>†</sup> Ezen változók esetében egy olyan klaszter jött létre, mely a kockázatitőke-befektetők által, a finanszírozásnál preferált vállalati életciklus szempontjából homogén befektetői csoportot tartalmaz.

*Forrás:* saját kutatás

**32. táblázat: A V72-es és V74-es változók skálaértékeire (függő változók), valamint a lefuttatott klaszteranalízissel kapott klasztercentroidokra (független változók) végzett varianciaanalízis eredménye (befektetők korrigált csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint, háromklaszteres megoldás)\***

Megnevezés	1-es klaszter	2-es klaszter	3-as klaszter	Teljes minta
Elemsszám (V72 és V74)	(M); (H); (J); (L); (C); (D); (B)	(I); (K)	(G); (E); (F)	12 befektető, kizárva: (A)
Átlag (V72)	1,1429	2,5000	2,6667	1,7500
Átlag (V74)	4,5714	5,0000	1,6667	3,9167
Szórás (V72)	0,3780	0,7071	0,5774	0,8660
Szórás (V74)	0,5345	0,0000	0,5774	1,4434

\*A független változókat a hierarchikus klaszterezési eljárásnak minősülő legtávolábbi szomszéd elve szerint kapott klasztercentroidok jelentették.

*Forrás:* saját kutatás

**33. táblázat: A V72-es és V74-es változók skálaértékeire (függő változók), valamint a lefuttatott klaszteranalízissel kapott klasztercentroidokra (független változók) végzett varianciaanalízis eredménye (befektetők korrigált csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint, kétklaszteres megoldás)\***

Megnevezés	1-es klaszter	2-es klaszter	Teljes minta
Elemzés (V72 és V74)	(M); (H); (J); (L); (C); (D); (B); (I); (K)	(G); (E); (F)	12 befektető, kizárva: (A)
Átlag (V72)	1,1444	2,6667	1,7500
Átlag (V74)	4,6667	1,6667	3,9167
Szórás (V72)	0,7265	0,5774	0,8660
Szórás (V74)	0,5000	0,5774	1,4434

\*A független változókat a hierarchikus klaszterezési eljárásnak minősülő Ward eljárás szerint kapott klasztercentroidok jelentették. *Forrás:* saját kutatás

**34. táblázat: A V88-as, V89-es és V90-es változók skálaértékeire (függő változók), valamint a lefuttatott klaszteranalízissel kapott klasztercentroidokra (független változók) végzett varianciaanalízis eredménye (befektetők korrigált csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Megnevezés	1-es klaszter	2-es klaszter	Teljes minta
Elemzés (V88, V89 és V90)	(M); (H); (J); (L); (I); (G); (C); (D); (E); (F)	(B); (A)	12 befektető, kizárva: (K)
Átlag (V88)	1,6000	3,0000	1,8333
Átlag (V89)	1,5000	4,0000	1,9167
Átlag (V90)	1,6000	4,0000	2,0000
Szórás (V88)	0,5164	0,0000	0,7177
Szórás (V89)	0,7071	0,0000	1,1645
Szórás (V90)	0,8433	0,0000	1,2061

\*A független változókat a hierarchikus klaszterezési eljárásnak minősülő Ward eljárás szerint kapott klasztercentroidok jelentették. *Forrás:* saját kutatás

**35. táblázat: A V88-as és V89-es változók skálaértékeire (függő változók), valamint a lefuttatott klaszteranalízissel kapott klasztercentroidokra (független változók) végzett varianciaanalízis eredménye (befektetők korrigált csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Megnevezés	1-es klaszter	2-es klaszter	Teljes minta
Elemzés (V88 és V89)	(M); (H); (J); (L); (I); (G); (C); (D); (E); (F)	(B); (A)	12 befektető, kizárva: (K)
Átlag (V88)	1,6000	3,0000	1,8333
Átlag (V89)	1,5000	4,0000	1,9167
Szórás (V88)	0,5164	0,0000	0,7177
Szórás (V89)	0,7071	0,0000	1,1645

\*A független változókat a hierarchikus klaszterezési eljárásnak minősülő Ward eljárás szerint kapott klasztercentroidok jelentették. *Forrás:* saját kutatás

**36. táblázat: A V89-es és V90-es változók skálaértékeire (függő változók), valamint a lefuttatott klaszteranalízissel kapott klasztercentroidokra (független változók) végzett varianciaanalízis eredménye (befektetők korrigált csoportosítása preferált vállalati életciklus szerint)\***

Megnevezés	1-es klaszter	2-es klaszter	Teljes minta
Elemzés (V89 és V90)	Összes többi 11 befektető	(B); (A)	Mind 13 befektető
Átlag (V89)	1,5455	4,0000	1,9231
Átlag (V90)	1,6364	4,0000	2,0000
Szórás (V89)	0,6876	0,0000	1,1152
Szórás (V90)	0,8090	0,0000	1,1547

\*A független változókat a hierarchikus klaszterezési eljárásnak minősülő Ward eljárás szerint kapott klasztercentroidok jelentették.

*Forrás:* saját kutatás

---

**12. számú melléklet: Kutatási kérdőív a Magyarországon (is) működő kockázatitőke-alapkezelők döntési folyamatának vizsgálatához (2014-es felmérés)****Ügyletgenerálás**

- 1) Jellemzően milyen csatornán keresztül értesül az alapkezelő új projektekről? (pl.: egyéni megkeresések, személyes kapcsolatok, szakmai fórumok, közvetítő intézmények)
- 2) Az Ön becslése szerint évente összesen hány befektetési javaslattal találkozik? (Újonnan létrejött társaság esetén az alapítástól számítva eddig hozzávetőleg hány javaslattal találkozott?) Mekkora lehet a projekt-elfogadási arány?
- 3) Tapasztalatai szerint befolyásolja-e a projektek minőségét az, hogy az adott projekt milyen csatornán érkezik?
- 4) Aktívnek vagy passzívnek nevezné az alapkezelő ügyletgenerálási tevékenységét?

**Előszűrés**

- 1) Történik-e előszűrés a beérkező projektjavaslatok részletes átvilágítása előtt, és ha igen, akkor mennyi időt vesz igénybe átlagosan?
  - 1/a) Jellemző-e, hogy a projekteket először az alapján szűrik meg, hogy mennyire fér bele az alapkezelő profiljába (projekt mérete, életszakasza, földrajzi hovatartozása, stb.) és csak ezután következik a többi szempont értékelése (vagyis az előszűrés kétszakaszos)?
  - 1/b) A projektek előszűrése rendszerint hány ember részvételét igényli? A résztvevő emberek a hierarchia melyik szintjén állnak?
- 2) Van-e saját készítésű minta pénzügyi modelljük vagy üzleti tervük, melyet kitöltetnek az ügyfelekkel? Vannak-e kötelezően kitöltendő formanyomtatványok?
- 3) Amennyiben a projektet már az előszűrés során elutasításra ítélték, jellemző-e, hogy a javaslatot „félreteszik” egy esetleges későbbi megfontolás céljából?
- 4) Ha az előszűrés sikeresen zárul, akkor születik-e formális döntés arról, hogy a projekt a részletes átvilágítás szakaszába léphet (pl.: befektetési bizottság) vagy a projekt automatikusan továbblép a részletes átvilágítási szakaszba?

**Részletes átvilágítás (due diligence)**

- 1) A részletes átvilágítás hossza általában mennyi időt vesz igénybe?
  - 2) Ha az alap a korai fázisú és expanziós szakasz finanszírozásában is részt vesz, akkor van-e közöttük különbség a részletes átvilágítás időbeli hosszát tekintve?
  - 3) A részletes átvilágításon belül megkülönböztethető-e több szakasz (pl: belső átvilágítás, saját csapattal, majd külső átvilágítás, külső szakmai partnerekkel)?
-

- 
- 3/a) Ha több szakaszból áll a due diligence, akkor mi alapján történik a szakaszok elkülönítése? Jellemző-e, hogy minden egyes szakasz végén a befektetési bizottság hoz döntést? Az egyes szakaszok egymással párhuzamosan zajlanak vagy egymást követően?
- 4) Ha az átvilágításban külső partnerek, szervezetek is részt vesznek, akkor ennek költsége a befektetési összeg arányában hozzávetőleg mekkora?
- 4/a) A külső partnerek, szervezetek a projektet milyen más speciális szakterület oldaláról vizsgálják át (pl.: környezeti hatásvizsgálat)?
- 5) Jellemző-e, hogy már a részletes átvilágítás során megkezdődik az ügylet strukturálása (milyen feltételek rögzítése mentén lenne finanszírozható az ügylet) úgy, hogy még az ügylettel kapcsolatos végső döntés meg sem született?
- 6) Egy-egy vezető munkatárs egyszerre hány projekt részletes átvilágításában vehet részt?
- 7) Egyszerűsödik/egyszerűsödne-e a befektetési döntéshozatal akkor, ha egy már befektetést kapott projekt újabb befektetési összeget igényel (nem csepegtetés)?

### **Ügyletstrukturálás**

- 1) Ha jellemző a befektetési összeg mérföldkövekhez kötött csepegtetése, akkor a mérföldköveket miben határozzák meg?
- 2) Mi a következménye annak, ha a mérföldkövek nem teljesülnek? Jellemző-e ilyenkor az alapítók tulajdoni részesedésének csökkentése? Vagy menedzsment csere?
- 3) Megtérülési követelményként egy általános szintet állítanak be minden projektre vagy projektenként más-más megtérüléssel kalkulálnak?
-

### 13. számú melléklet: A 2014-es felmérés során használt Likert-skálás kérdőív

#### 1. blokk

A kérdőív első blokkja azt vizsgálja, hogy melyek azok a kritériumok, amelyek alapján a kockázatitőke-befektetők értékelik a hozzájuk beérkező projekteket. A kutatás célja, hogy rávilágítson az egyes kritériumok relatív fontosságára és arra, hogy melyek azok a projekt-jellemzők, melyek a befektetők számára fontosak.

Kérem, hogy egy ötfokozatú skálán értékelje, hogy a beérkező projektek értékelésekor az 1. táblázatban feltüntetett Értékelési szempontok mennyire fontosak (kérem, hogy a megfelelő számot egy **X-szel jelölje** meg, ahol: 1 – egyáltalán nem fontos, 5 – nagyon fontos).

1. táblázat

Csoportosított értékelési szempontok	A kritérium fontossága				
<b>Általános értékelési kritériumok</b>					
1. A projekt mérete	1	2	3	4	5
2. A projekt ágazati hovatartozása	1	2	3	4	5
3. A projekt földrajzi elhelyezkedése	1	2	3	4	5
4. A benyújtott üzleti terv tartalma komplett, megfelel a követelményeknek.	1	2	3	4	5
<b>Értékelési kritériumok a projekt menedzsmentjével kapcsolatban</b>					
5. A projekt mögött többtagú menedzsment-csapat áll.	1	2	3	4	5
6. A menedzsment-csapat tagjai a főbb funkcionális területeket lefedik.	1	2	3	4	5
7. A menedzsment több éves tapasztalattal rendelkezik a megcélzott piacon.	1	2	3	4	5
8. A projekt vezetőjének van vállalkozói tapasztalata.	1	2	3	4	5
9. A projekt vezetője elkötelezett, hozzáállása pozitív.	1	2	3	4	5
<b>Értékelési kritériumok a megcélzott piaccal kapcsolatban</b>					
10. A célpiac jelentős növekedési potenciállal rendelkezik.	1	2	3	4	5
11. A termék/szolgáltatás egy még nem felfedezett piaci szükségletet elégítene ki.	1	2	3	4	5
12. A termék/szolgáltatás egy már létező piac szűkebb szegmensét szolgálja ki.	1	2	3	4	5
13. A célpiaccal kapcsolatban az alapkezelő releváns tapasztalatokkal rendelkezik.	1	2	3	4	5
14. A célpiacon a verseny intenzitása alacsony.	1	2	3	4	5
15. A termék/szolgáltatás piaci bevezetése előtt kevés az adminisztratív/egyéb akadály.	1	2	3	4	5
<b>Értékelési kritériumok a termékkel/szolgáltatással kapcsolatban</b>					
16. Szabadalmi védettség alá vonható vagy már az alatt áll.	1	2	3	4	5
17. Piaci fogadtatása már bizonyítottan pozitív.	1	2	3	4	5
18. A külföldi piacokra való bevezetés az elkövetkező 3 évben megvalósítható.	1	2	3	4	5
19. Egyedi, csúcstechnológiát képvisel.	1	2	3	4	5
20. Prototípus már rendelkezésre áll.	1	2	3	4	5
<b>Értékelési kritériumok a vállalkozással kapcsolatban</b>					
21. Kidolgozott üzleti stratégiával rendelkezik.	1	2	3	4	5
22. Múltbeli cash flow-ja stabil.	1	2	3	4	5
23. Eladósodottsága alacsony.	1	2	3	4	5
24. Tevékenysége nem egyetlen termékre/szolgáltatásra korlátozódik.	1	2	3	4	5
25. Fenntartható kompetitív előnnyel rendelkezik.	1	2	3	4	5
<b>Egyéb értékelési kritériumok</b>					
26. A projekt hasonlít az alapkezelő által korábban megvalósított sikeres tranzakciókhoz.	1	2	3	4	5
27. A kiszállás 3-5 éven belül várhatóan megvalósítható.	1	2	3	4	5
28. A várható exit módja már a beszálláskor előre jelezhető.	1	2	3	4	5
29. A projektben az átlagnál magasabb hozampotenciál rejlik.	1	2	3	4	5

**2. blokk**

A kérdőív második blokkja a befektetési döntési folyamat részletes átvilágítási (due diligence) szakaszával foglalkozik, és arra keresi a választ, hogy az alapkezelők jellemzően milyen tevékenységeket hajtanak végre az átvilágítás során és milyen módszerrel határozzák meg a projekt/vállalkozás értékét.

Értékelje egy **ötfokozatú** skálán, hogy a részletes átvilágítás során Mennyire jellemző, hogy Ön, illetve az átvilágításban résztvevő csapata végrehajtja a 2. táblázatban felsorolt tevékenységeket az új projektre vonatkozóan (kérem, hogy a megfelelő számot egy **X-szel jelölje** meg, ahol: 1 – egyáltalán nem jellemző, 5 – nagymértékben jellemző)!

**2. táblázat**

Az egyes tevékenységek megnevezése	Válasz				
	1	2	3	4	5
Rendszeres személyes találkozók a menedzsmenttel.	1	2	3	4	5
Referenciák gyűjtése a menedzsmenttől, korábbi munkáltatók felkeresése.	1	2	3	4	5
Független ügyvédi iroda szolgáltatásainak igénybevétele.	1	2	3	4	5
Független könyvvizsgáló bevonása.	1	2	3	4	5
Külső szakértők felkérése piaci elemzések készítésére.	1	2	3	4	5
Egy másik kockázatitőke-befektető véleményének kikérése.	1	2	3	4	5
Más befektetők felkeresése a finanszírozáshoz (szindikálás).	1	2	3	4	5
Az elérhető vagy már meglévő vevők, szállítók, partnerek felkeresése.	1	2	3	4	5
Együttműködési lehetőségek keresése a már portfólióban lévő projektekkel.	1	2	3	4	5
Annak felmérése, hogy az új befektetés hogyan befolyásolná a meglévő befektetői portfólió kockázatát.	1	2	3	4	5
Saját feltételezéseken alapuló pénzügyi előrejelzés készítése.	1	2	3	4	5
Saját piaci értékelés készítése.	1	2	3	4	5
A külföldi piacokra való belépés időzítésének feltérképezése.	1	2	3	4	5
A potenciális kiszállási útvonalak azonosítása és vizsgálata.	1	2	3	4	5
A szabadalmi védettség vagy a védettség megszerezhetőségének ellenőrzése.	1	2	3	4	5
Az eredetileg igényelt befektetési összeg felülvizsgálata, illetve módosítása.	1	2	3	4	5
Projektvizsgálati díj felszámítása.	1	2	3	4	5

Értékelje egy **ötfokozatú** skálán, hogy a részletes átvilágítás során végrehajtott projektértékeléshez a 3. táblázatban feltüntetett módszerek közül jellemzően melyiket használja (kérem, hogy a megfelelő számot egy **X-szel jelölje** meg, ahol: 1 – egyáltalán nem jellemző, 5 – nagymértékben jellemző)!

**3. táblázat**

A projekt értékeléséhez használt módszer	Válaszok				
	1	2	3	4	5
Diszkontált cash flow alapú értékelési modellek	1	2	3	4	5
Osztalékáram-alapú értékelés	1	2	3	4	5
Az eszközök könyv szerinti értékén alapuló értékelés	1	2	3	4	5
Az eszközök pótlási költségén alapuló értékelés	1	2	3	4	5
Jövőbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	1	2	3	4	5
Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámú értékelés	1	2	3	4	5
Árfolyam/nyereség (P/E) rátán alapuló szorzószámú értékelés	1	2	3	4	5
Egy közelmúltbeli, hasonló tranzakció során alkalmazott érték felhasználása	1	2	3	4	5

Értékelje egy **ötfokozatú** skálán, hogy a 4. táblázatban feltüntetett szempontok közül, melyik mennyire fontos a projekttől elvárt hozam mértékének meghatározásához (kérem, hogy a megfelelő számot egy **X-szel jelölje** meg, ahol: 1 – egyáltalán nem fontos, 5 – nagyon fontos)!

## 4. táblázat

A projektől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők	Válaszok				
Aktuális makrogazdasági állapot, gazdasági feltételek	1	2	3	4	5
Aktuális banki referenciakamatok szintje (pl.: BUBOR, EURIBOR)	1	2	3	4	5
Előre megállapított hozamfelár	1	2	3	4	5
A befektetés várható futamideje	1	2	3	4	5
A megszerezhető tulajdoni részesedés	1	2	3	4	5
A befektetési ügylet mérete	1	2	3	4	5
A projekt életszakasza	1	2	3	4	5
A kockázati-ágazatra jellemző átlagos megtérülési ráta (nemzetközi)	1	2	3	4	5
A ráfordított idő és munka mennyisége és egyéb költségek	1	2	3	4	5
A projekt szakágazati hovatartozása	1	2	3	4	5
A tervezett exit módja	1	2	3	4	5

## 3. blokk

A kérdőív harmadik blokkja az ügyletek strukturálásával foglalkozik (az ügylet megvalósításának feltételei). Értékelje egy **ötfokozatú** skálán, hogy Mennyire jellemzőek az Ön alapkezelő társaságának befektetési gyakorlatára vonatkozóan az 5. táblázatban szereplő állítások, előírások (kérem, hogy a megfelelő számot egy **X-szel jelölje** meg, ahol: 1 – egyáltalán nem jellemző, 5 – nagymértékben jellemző)!

## 5. táblázat

Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások	Válaszok				
Tagi kölcsön nyújtása.	1	2	3	4	5
Bankhitel bevonása.	1	2	3	4	5
Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott üzlet rész vásárlásával.	1	2	3	4	5
Befektetés elsőbbségi jogokkal felruházott átváltható részvény vásárlásával.	1	2	3	4	5
Előre meghatározott befektetési futamidő előírása.	1	2	3	4	5
Előre meghatározott hozamkövetelmény előírása.	1	2	3	4	5
Életbiztosítás előírása a projekt kulcsembereinek.	1	2	3	4	5
Fedezetek kérése (zálogjog, kezesség, stb.).	1	2	3	4	5
A befektetési összeg csepegtetése mérföldkövek teljesítéséhez kötve.	1	2	3	4	5
Többségi (50%+1 vagy több) tulajdonosi részesedés előírása.	1	2	3	4	5
Képviselési jog előírása igazgatóságban, illetve vezető testületekben.	1	2	3	4	5
Rendszeres jelentési kötelezettség előírása.	1	2	3	4	5
Az alapítók részesedésének fokozatos visszajuttatása adott idő alatt (vesting).	1	2	3	4	5
Az alapítói részesedés csökkentése, ha az alapító idő előtt távozik (reverse vesting).	1	2	3	4	5
Egyszeres megtérülési preferencia előírása (liquidation preference).	1	2	3	4	5
Többszörös megtérülési preferencia előírása.	1	2	3	4	5
Időben változó mértékű megtérülési preferencia előírása.	1	2	3	4	5
Elővásárlási jog kikötése új vagy meglévő üzlet rész/részvény értékesítésekor.	1	2	3	4	5
Ratchet-based antidilution provision előírása.	1	2	3	4	5
Weighted average antidilution provision előírása.	1	2	3	4	5
Vétójog: felvásárlás, jelentősebb mértékű eszközadás vagy hitelfelvétel esetére.	1	2	3	4	5
Tag-along és drag-along jogok előírása.	1	2	3	4	5
Nem megfelelő teljesítmény esetén a befektető kikényszerítheti részesedésének visszavásárlását az alapítók által.	1	2	3	4	5
Az eredeti tulajdonosok általi visszavásárlás előírása exitként.	1	2	3	4	5
Az exit időpontjának meghatározása.	1	2	3	4	5



---

## 14. számú melléklet: A 2008-as felmérés során használt kérdőív nyitott kérdései

### A befektetési alapra és az azt kezelő társaságra vonatkozó alapinformációk

A befektetési alap neve:

A befektetési alapkezelő neve:

A befektetési alap által kezelt tőke nagysága (vagyis az alap mérete):

A befektetési alap székhelye:

Az alapkezelő társaság székhelye:

Az alap megalakításának éve:

Az alap tervezett élettartama:

### 1) A befektetési alap vagy társaság tulajdonosi háttere (az alap befektetői)

Magánszemélyek:

Intézményi befektetők:

ezen belül:

bankok:

biztosítók:

nyugdíjpénztárak:

Állami:

közvetlenül

közvetve

### 2) Befektetési politika

A befektetések célországai(i):

Az eddig befektetett tőke nagysága:

ebből Magyarországon:

A befektetéseknél preferált vállalati méret a foglalkoztatottak száma szerint:

100 fő alatt:

100-500 fő között:

500 fő felett:

A befektetéseknél preferált vállalati életciklus:

A befektetéseknél preferált szakágazatok:

Van-e olyan szakágazat, amibe egyáltalán nem történik befektetés:

Jellemző-e az innovatív vállalkozásokba való befektetés:

ha igen, akkor az innováció mely stádiumában:

alapkutatás

alkalmazott kutatás-fejlesztés

a K+F hasznosításának piacközeli stádiuma

az eredmények hasznosításának piaci stádiuma

A minimális és maximális befektetési méret:

Átlagosan mennyi az egy ügyletre szánt tőke:

Az intervallumon belül mekkora befektetési méret elérésére törekszik és miért?

A jelenleg portfolióban lévő cégek száma:

ebből Magyarországon bejegyzett cégek száma:

A befektetések jellemző időtartama:

---

---

A befektetésekben jellemzően mekkora tulajdoni hányad megszerzésére törekszik a társaság?

Évente körülbelül hány befektetési lehetőséggel, javaslattal foglalkozik és ezek közül hozzávetőleg mennyi a ténylegesen megvalósított befektetés?

Igénybe veszi-e a közvetítő hálózatok, intézmények, illetve üzleti angyalok segítségét a befektetési lehetőségek keresésénél?

### 3) A befektetési folyamat

A befektetési lehetőségek szűrésénél mely szempont számít a legfontosabbnak, illetve hogyan osztályozná az alábbi szempontok fontosságát:

1: egyáltalán nem fontos; 2: kevésbé fontos; 3: fontos; 4: nagyon fontos

a vállalkozás mérete

a vállalkozás életciklusa

a szakágazat, melyben a vállalkozás működik

a vállalkozás értékesítési tevékenységének kiterjedtsége (régiószintű)

a befektetés majdani értékesítésének, illetve a kiszállás körülményei

a vállalkozás menedzsmentje

Mivel indokolja a legnagyobb osztályzatot kapott szempont fontosságát?

Milyen egyéb szempontok mérlegelését tartja fontosnak az előszűrés során?

Milyen forrásokból szerez be információkat a befektetések értékeléséhez (csak a saját tapasztalataira támaszkodik)?

A finanszírozandó ügylet/ötlet vonzóságának megítélése hogyan történik? Végez-e a társaság előminősítést, előzetes vizsgálatot, részletes (alapos) vizsgálatot?

Jellemző-e a szándéknyilatkozatok készítése?

A befektetési javaslatok hány százaléka jut el az alapos vizsgálat szakaszába?

Milyen szempontok kerülnek mérlegelésre az alapos vizsgálat során?

A menedzsment megítélésekor milyen szempontokat mérlegel?

(pl.: tulajdonosok is-e egyben, a munkavégzésük körülményei)

Átlagosan mennyi időt vesz igénybe egy-egy projekt elbírálása, illetve a döntési folyamat?

Vannak-e olyan kérdések, amelyekkel kapcsolatban a cég menedzserei a befektetők nélkül nem dönthetnek?

Jellemző-e, hogy a finanszírozott cégek menedzsereivel olyan szerződést kötnek, melyek lehetővé teszik a vezetők tulajdoni részesedéshez való hozzájutását, illetve ennek mértékét a cég sikerétől teszik függővé?

Jellemző-e a társtulajdonosokkal való szindikátusi szerződés megkötése, ami a befektetők védelmét szolgálja?

A befektetési szerződések megkötésekor jellemzően milyen feltételeket kötnek ki?

a kivásárlás/kiszállás várható dátumát

a kiszálláskori árfolyamot

Jellemző-e, hogy a befektetéseknel biztosítékokat kérnek a célvállalattól?

Mennyire jellemző a befektetések szindikálása?

---

Mennyire jellemző a befektetések ütemezése, milyen előnyei lehetnének ennek?

#### **4) A befektetések kezelése**

Ha megtörténik a befektetés, jellemzően hány ember szükséges az adott befektetési ügylet kezeléséhez, igazgatásához?

A társaság részt vesz-e a finanszírozott cég menedzsmentjében, ha igen, akkor hogyan?

Milyen területeken jellemző, hogy a társaság segítséget nyújt a finanszírozott cégnek?

Mely területeket ellenőrzi különösen a társaság és mik az ellenőrzés eszközei?

Jellemzően milyen reakciókat vált ki a finanszírozott cég vezetőiből/tulajdonosaiból a társaság beavatkozási tevékenysége?

Ha konfliktus alakul ki, hogyan történik ennek megoldása (rögtön kilépés történik-e vagy sem)?

Milyen gyorsan értesül a cégben bekövetkező teljesítményromlásról, és mit tesz ekkor?

Az Önök társasága által alkalmazott ellenőrzési rendszer mennyire egyedi, azaz a konkrét célvállalatra specializált-e vagy inkább általános és ezáltal minden cégnél ugyanaz?

Milyen különbségek vannak a portfólióban lévő kisebb és nagyobb cégek között a gazdálkodásba való beavatkozás munka- és időráfordítására vonatkozóan?

Történik-e osztalékkivonás a cégből a befektetés ideje alatt?

#### **5) A befektetésekből való kilépés**

A már megvalósított exitok száma:

    ebből magyarországi cégek száma:

Mekkora hozamelvárást támasztanak a befektetéseknél?

Mennyire jellemző, hogy befektetésenként differenciált hozamokat várnak el?

Az elvárt hozam meghatározásánál mely szempontokat veszik figyelembe a legnagyobb mértékben (pl.: befektetések hossza)?

A befektetések értékelésekor mely értékelési modelleket alkalmazzák a leggyakrabban (pl: P/E, DCF)?

Melyik a leginkább preferált kiszállási típus, miért?

---

---

**15. számú melléklet: A 2008-as felmérés során, az esettanulmányok elkészítéséhez használt kérdőív nyitott kérdései****1) Alapinformációk**

A vállalkozás neve:

A vállalkozás megalakulásának éve:

Jegyzett tőke nagysága:

A vállalkozás tevékenysége:

A foglalkoztatottak száma:

Az árbevétel alakulása éves szinten:

A vállalkozás melyik méretkategóriába sorolható:

**2) A befektetésre vonatkozó információk**

Melyik befektető társaság eszközölt a cégben befektetést:

Mikor volt a befektetés időpontja és kiszállása:

Miért pont a kockázati tőke bevonása mellett döntött a vállalkozás?

A befektetés idején milyen életciklusban volt a cég és ez változott-e a kiszállás idejére?

Miért volt szükség külső tőkére? Minek a finanszírozását kellett megoldani?

Mekkora volt a befektetett tőke nagysága?

Mennyi időt vett igénybe a befektető döntési folyamata?

Mely szempontra helyeződött a legnagyobb hangsúly a befektetésre vonatkozó döntés meghozatalakor, illetve az egyes tárgyalások alkalmával?

Egy összegben történt-e a befektetés vagy időben ütemezve?

A befektetési szerződésben kikötötte-e a befektető társaság a kiszállás várható idejét és módját?

A befektetési szerződésben milyen biztosítékokat kért a befektető (tárgyi vagy egyéb jellegű) társaság?

A befektetés időtartama alatt milyen területeken nyújtott segítséget a befektető társaság?

Beavatkozott-e operatív szinten a vezetésbe?

Hogyan alakult a cég teljesítménye a befektetés ideje alatt (árbevétel, nyereség)

Érezhető volt e jelentős növekedés a befektetés ideje alatt?

A tőkén kívül milyen egyéb haszna volt a befektetésnek (terjeszkedés, több ügyfél)?

Hogyan ellenőrizte a befektető a vállalkozás tevékenységét?

Összességében hogyan értékelte a kockázati tőke jelenlétét a vállalkozásban?

Hogyan néz ki jelenleg a vállalkozás teljesítménye? Érezhető-e további javulás vagy esetleg visszaesés?

---

**15. számú melléklet: Angol-magyar szakszavak jegyzéke**

#	Angol kifejezés	Magyar fordítás
1.	Add-on investments	Kiegészítő befektetések
2.	Bridge financing	Áthidaló tőke
3.	Cap, upside leverage	Hozamkorlátozás, felfelé irányuló ösztönzés
4.	Capitalisation table	Finanszírozási tőkeszerkezet
5.	Condition precedent	Folyósítási feltétel
6.	Conversion	Elsőbbségi részvények konverziója, átváltása
7.	Crowdfunding	Tömegfinanszírozás
8.	Deal flow	Projektfolyam
9.	Deal origination, generating a deal flow	Ügyletgenerálás
10.	Deal structuring	Ügyletstrukturálás
11.	Development capital	Fejlesztő tőke
12.	Downside protection	Veszteségmérséklés, lefelé irányuló védelem
13.	Drag-along right	Eladás kikényszerítéséhez való jog
14.	Due diligence (DD)	Részletes értékelés vagy átvilágítás
15.	Employee Stock Option Plan (ESOP)	Munkavállalói részvényopciós terv
16.	Escrow account	Akvizíciós ár visszatartott részének elkülönítésére szolgáló számla
17.	Full profile method	Teljes profil módszer
18.	Initial public offering (IPO)	Tőzsdei bevezetés
19.	Investment memorandum	Befektetési előterjesztés
20.	Letter of intent (LOI)	Befektetői szándéknyilatkozat
21.	Leveraged buy-out (LBO)	Tőkeáttételes kivásárlás
22.	Liquidation preference	Likvidációs elsőbbség, megtérülési preferencia
23.	Lock-up	Részvényértékesítés átmeneti zárolása
24.	Management buy-in (MBI)	Menedzsmentbe való bevásárlás
25.	Management buy-out (MBO)	Menedzseri kivásárlás
26.	No shop, Confidentiality	Kizárólagosság, exkluzivitás
27.	Non-Competition Agreement	Versenytilalmi megállapodás
28.	Non-Disclosure Agreement	Titoktartási megállapodás
29.	Offering terms	Ajánlati feltételek
30.	One-pager, teaser	Projekt összefoglaló
31.	Pipeline meeting	Projekt megbeszélés
32.	Pre-money value	Befektetés előtti érték
33.	Proprietary deal	Kizárólagos ügylet
34.	Protective provisions	Védő rendelkezések
35.	Ratchet-based antidilution provision	Befektetői részesedés felhígulása ellen védelmet nyújtó klauzula
36.	Redemption rights	Visszavásárlási jogok
37.	Reverse vesting	Eredeti alapítók által birtokolt tulajdoni részesedés fokozatos csökkentése
38.	Right of first refusal, pre-emption	Elővásárlási jog és elsőbbségi jog

#	Angol kifejezés	Magyar fordítás
	right	
39.	Screening memo	Előszűrési összefoglaló
40.	Screening of proposals	Befektetési javaslatok szűrése
41.	Share Purchase Agreement (SPA)	Részvényvásárlási megállapodás
42.	Take-me-along or tag-along or co-sale right	Együttes eladáshoz való jog
43.	Term sheet	Előzetes befektetői megállapodás, szándéknyilatkozat
44.	Turnaround	Mentőöv célú finanszírozás
45.	Vesting	Eredeti alapítók részesedésének meghatározott időközönként történő fokozatos visszajuttatása

## KÖSZÖNETNYILVÁNÍTÁS

Doktori értekezésem végén szeretném köszönetemet kifejezni mindazoknak, akik doktori tanulmányaim és a disszertáció elkészítése során támogatták munkámat. Mindenekelőtt köszönetemet szeretném kifejezni **Dr. Borszéki Éva professor emerita** tanárnőnek, akitől nemcsak doktori, de egyetemi tanulmányaim alatt is rendkívül sok szakmai segítséget és iránymutatást kaptam. Aktív szerepvállalása, illetve kutatási tevékenységem rendszeres motiválása nélkül a dolgozat ebben a formában nem születhetett volna meg.

Köszönettel tartozom **Dr. Karsai Judit**nak, aki dolgozatom munkahelyi vitája során értékes és építő javaslatokat fogalmazott meg az eredmények interpretálásával és a dolgozat felépítésével kapcsolatban egyaránt. Hasonlóan értékes bírálatot kaptam **Dr. Berlinger Edinától** is, akinek a szakirodalom bővítésére, a minta reprezentativitására és az eredmények hasznosítására vonatkozó megállapításai nagy segítségemre voltak a dolgozat tartalmi javítása során.

Köszönöm **Dr. Zéman Zoltánnak** a munkahelyi vitám elnökeként ellátott feladataiért és megfogalmazott javaslataiért. Köszönöm továbbá **Dr. Csapó László Attilának** is, aki a jegyzői teendőket látta el a műhelyvita alatt.

Köszönettel tartozom továbbá **Prof. Dr. Szűcs Istvánnak**, aki doktori szigorlatom elnökeként tett fel megfontolandó kérdéseket a kutatás célterületeivel kapcsolatban. Köszönöm még **Prof. Dr. Farkasné Dr. Fekete Máriának** is, aki Dr. Karsai Judit mellett szintén tagja volt a doktori szigorlati bizottságnak.

Szeretném megköszönni **Törökné Hajdú Mónikának**, hogy a doktori képzés során rendkívül rugalmas módon segítséget nyújtott nekem a különböző adminisztratív feladatok teljesítésében.

Végezetül köszönettel tartozom a **családomnak és barátnőmnek, illetve barátaimnak** végtelen türelmükért, azért, hogy végig mellettem álltak a doktori tanulmányok során és folyamatosan ösztönöztek arra, hogy megfelelő időt és energiát fordítsak az értekezés befejezésére.

---